



EL MUNDO *de los* SENDEROS QUE SE BIFURCAN

**América Latina y el Caribe
ante los riesgos económicos globales**

Coordinado por
ANDREW POWELL

Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe 2012

EL MUNDO DE LOS SENDEROS QUE SE BIFURCAN

**América Latina y el Caribe
ante los riesgos económicos globales**

Andrew Powell
Coordinador

Banco Interamericano de Desarrollo

Marzo 2012

**Catalogación en la fuente proporcionada por la
Biblioteca Felipe Herrera del
Banco Interamericano de Desarrollo**

El mundo de los senderos que se bifurcan: América Latina y el Caribe ante los riesgos económicos globales / Andrew Powell, coordinador.

p. cm.

Incluye referencias bibliográficas.

I. Caribbean Area—Economic conditions—21st century. 2. Latin America—Economic conditions—21st century. 3. International economic relations. I. Powell, Andrew (Andrew Philip). II. Inter-American Development Bank.

HC125.W67 2012

©2012 Banco Interamericano de Desarrollo
1300 New York Avenue, NW
Washington, DC 20577

Las ideas y opiniones expresadas en esta publicación pertenecen a los autores y no reflejan necesariamente la posición oficial del Banco Interamericano de Desarrollo, de sus miembros ni de su Directorio Ejecutivo.

Contenido

| | |
|---|-----------|
| Agradecimientos | v |
| Prólogo. | vii |
| ■ Capítulo 1 Resumen ejecutivo. | 1 |
| ■ Capítulo 2 Ante los riesgos económicos globales | 5 |
| ■ Capítulo 3 Los productos primarios y China | 15 |
| ■ Capítulo 4 El auge de las entradas de capital: a buen fin no hay mal principio | 21 |
| ■ Capítulo 5 La política fiscal en la reciente crisis: ¿está preparada la Región para el próximo episodio? | 27 |
| ■ Capítulo 6 La política monetaria: regímenes y retos | 39 |
| ■ Capítulo 7 América Latina y su resistencia: un análisis de las hojas de balance | 49 |
| ■ Capítulo 8 La banca europea y América Latina y el Caribe | 55 |
| ■ Capítulo 9 Conclusiones y recomendaciones | 67 |
| Referencias | 73 |
| Apéndices | 81 |
| Apéndice A. La diversificación de los canales de transmisión | 82 |
| Apéndice B. La metodología de modelación y los datos | 83 |
| Apéndice C. Una breve revisión del comportamiento de los precios de los productos primarios. | 85 |
| Apéndice D. Una revisión de las consecuencias de los auges de entradas de capital | 89 |
| Apéndice E. La estimación de la probabilidad de crisis bancarias y recesiones | 94 |

| | |
|--|-----|
| Apéndice F. Una reseña del uso de instrumentos macroprudenciales en la región | 96 |
| Apéndice G. Cálculos de balance estructural | 101 |
| Apéndice H. Paquetes específicos de estímulos fiscales | 103 |
| Apéndice I. El margen fiscal contracíclico | 106 |
| Apéndice J. Medición de las exposiciones directas e indirectas | 108 |
| Apéndice K. Un análisis del rol de los bancos extranjeros en América Latina y el potencial de transmisión de las perturbaciones | 109 |

Agradecimientos

Este informe fue elaborado por el equipo de macroeconomistas del Departamento de Investigación del Banco Interamericano de Desarrollo. Este equipo está compuesto por Julian Caballero, Andrés Fernández, Eduardo Fernández-Arias, Andrew Powell y Alessandro Rebucci. El informe fue coordinado por Andrew Powell. Santiago Levy y Eduardo Lora aportaron numerosas sugerencias. Jorge Pérez, Luis Felipe Saenz, Pilar Tavella y Gang Zhang brindaron su ayuda en la investigación con sus valiosos aportes. También contribuyeron Leopoldo Avellán, Matteo Bobba, Eduardo Borensztein, Arturo Galindo, Alejandro Izquierdo, Osmel Manzano, Rodrigo Mariscal y Valerie Mercer-Blackman. Diversos capítulos se basan en los documentos de antecedentes con autores externos: Luis Felipe Céspedes, Roberto Chang, Christopher Gilbert, Xiaoya (Shaun) Mu, Hashem Pesaran, Andrés Velasco, y Teng Xu.

Rita Funaro supervisó la edición y producción de este informe. John Dunn Smith y Cathleen Conkling-Shaker colaboraron en el trabajo editorial de la versión en inglés. Alberto Magnet tradujo el informe al español. The Word Express creó el diseño de la tapa y la composición de la publicación.

Prólogo

“La realidad no siempre es probable ni plausible.”

—Jorge Luis Borges

El *jardín de los senderos que se bifurcan* es un cuento de Jorge Luis Borges, escrito en 1941. En un relato inserto en la narración principal, un personaje histórico chino cree haber construido un laberinto infinito. Hacia el final del cuento se descubre que, en realidad, el laberinto era un libro escrito por él, un libro con numerosos senderos que se bifurcaban una y otra vez, brindándole al lector numerosas realidades alternativas.

El cuento de Borges es relevante hoy en día porque la economía global se caracteriza por numerosos senderos que se bifurcan. Como todos hemos aprendido desde la crisis financiera de 2008/09, los acontecimientos pueden cambiar rápidamente y seguir direcciones imprevisibles. Difícilmente podíamos imaginar hace unos pocos años los escenarios que hoy en día nos parecen más factibles. Quizá otros escenarios no planteados actualmente acabarán haciéndose realidad.

Con el fin de discutir cómo las vías alternativas que puede tomar la economía mundial tienen un impacto en América Latina y el Caribe, este informe describe el laberinto de conexiones entre la Región y el resto del mundo y explora sus posibilidades y riesgos. Nuestro objetivo es analizar cómo América Latina y el Caribe pueden desenvolverse en las diferentes rutas que podría seguir la economía mundial. En general, somos optimistas acerca del futuro de la Región. Pero aunque se espere lo mejor, es prudente planificar para lo peor. En las páginas que siguen se evalúa la resistencia de la Región y su potencial reacción ante posibles perturbaciones y se proponen diversas acciones alternativas de política.

Las ideas y opiniones expresadas en esta publicación pertenecen a los autores y no reflejan necesariamente la posición oficial del Banco Interamericano de Desarrollo, de sus gobernadores ni su Directorio Ejecutivo.

Santiago Levy

Vicepresidente de Sectores y Conocimiento
Banco Interamericano de Desarrollo

CAPÍTULO 1

Resumen ejecutivo

El reciente desempeño económico de América Latina y el Caribe debe ser motivo de optimismo. El promedio del crecimiento en los últimos dos años ha sido de 5,4%, y su contribución al total del crecimiento mundial ha sido de aproximadamente el 14%, con lo cual ha ayudado al mundo a superar la Gran Recesión. Además, la Región salió relativamente ilesa de la experiencia, sin crisis financieras en ninguna de sus economías más grandes. Aun así, como se señaló en el anterior Informe Macroeconómico de América Latina y el Caribe, *Una región, dos velocidades*, la recuperación ha sido mucho más fuerte entre los exportadores de productos primarios del sur de la Región, que en la mayoría de las economías de América Central y del Caribe. Y los retos persisten.

Han vuelto a cambiar el patrón de la demanda global y los riesgos asociados a la situación económica mundial. La incertidumbre es alta y el riesgo de otra crisis, esta vez originada en Europa, ha aumentado. El crecimiento de China, crítico para los precios de los productos primarios tan importantes para numerosos países de la Región, también ha disminuido, y podría bajar más. Si bien los riesgos son hacia la baja para Europa y China, parecen más equilibrados para Estados Unidos. Las cifras recientes han sido alentadoras, pero hay una considerable incertidumbre, sobre todo en lo relativo a la política fiscal.

Las perspectivas, por lo tanto, implican diversos panoramas; estamos, en realidad, ante un mundo de senderos que se bifurcan. Si Europa evita una crisis, si China se desacelera sólo moderadamente y no hay acontecimientos imprevistos importantes en Estados Unidos, las previsiones para la Región son optimistas, con un crecimiento esperado de 3,6% en 2012. Resulta interesante señalar que Brasil y México deberían crecer en cifras cercanas al promedio regional, aunque hay cierta heterogeneidad en otros países de la Región. Sin embargo, si los problemas de Europa se agravan y el crecimiento de China se reduce más severamente de lo esperado, Estados Unidos podría verse arrastrado a una nueva recesión, todo lo cual afectaría a la Región. Los escenarios abordados en el Capítulo 2 ilustran que una conmoción de magnitud comparable a la de Lehman, pero originada en Europa, combinada con una perturbación adversa al crecimiento en China, provocarían una recesión relativamente moderada en América Latina y el Caribe. Además, al contrario de la crisis anterior, los efectos serían relativamente homogéneos. La Región retrasaría su crecimiento a una única velocidad. América del Sur sería la más afectada, pero partiendo de una posición más sólida, mientras México y

América Central serían los menos afectados, aunque partiendo de condiciones iniciales más débiles. Si Europa sufre una recesión a lo largo de 2012 y una crisis en 2013, los efectos en América Latina y el Caribe serían a la vez más profundos y más persistentes, y tendrían un impacto más grave en las posiciones fiscales y en el sector bancario.

El análisis del próximo capítulo suscita un conjunto de asuntos importantes que se discuten en los capítulos posteriores. Un primer análisis está relacionado con los precios de los productos primarios. El detallado análisis de los escenarios para el crecimiento de China en el Capítulo 3 revela diferencias entre los productos primarios. Si hay una desaceleración mayor del crecimiento de China, los precios de los metales como el cobre, especialmente importantes para Chile y Perú, podrían caer más que el conjunto de los productos básicos, mientras que los precios de los cereales, importantes para Argentina y Brasil, caerían en menor medida. Dicho esto, el análisis también detalla la gran incertidumbre en relación con los precios de los productos primarios en el futuro y, por lo tanto, la necesidad de que los productores de América Latina gestionen con mucha cautela su mayor dependencia actual de los productos primarios.

Un segundo problema se plantea debido a las entradas de capital en América Latina y el Caribe, tanto antes de la Gran Recesión como en los años posteriores. Si bien esos flujos recientemente han disminuido, la experiencia señala que aproximadamente el 50% de los episodios de aumento de las entradas de capital en las economías emergentes acaban ya sea en una crisis bancaria o en una recesión. Además el reciente periodo de entradas de capital presenta características potencialmente peligrosas, tales como una proporción relativamente alta de flujos de cartera y flujos bancarios. El análisis estadístico en el Capítulo 4 señala una probabilidad significativa de que esos flujos provoquen una crisis bancaria. Dicho esto, debería señalarse que la Región ha mejorado la supervisión bancaria e implementado un conjunto de medidas macropрудenciales para mitigar la probabilidad de una crisis. El análisis señala tanto la necesidad de consolidar estas medidas como la de ejercer permanente vigilancia para asegurar la estabilidad macroeconómica y financiera ante los altos niveles de entradas de capital.

Un tercer problema es el de la política fiscal. Uno de los motivos por los que la Región sobrevivió a la crisis económica mundial relativamente bien es que, al contrario de episodios de crisis anteriores, los países fueron capaces de implementar una política fiscal contracíclica eficaz. El Capítulo 5 propone una evaluación del alcance del estímulo fiscal y discute diversos aspectos de las medidas adoptadas. Una política verdaderamente contracíclica requiere que las medidas expansionistas sean desmontadas una vez que pasa la crisis. Si bien la Región redujo o eliminó algunas medidas de estímulo, otras parecen haberse vuelto más permanentes. Como resultado, los déficits fiscales estructurales del país promedio de la Región son actualmente superiores a lo que eran antes de la crisis económica mundial, implicando que posiblemente los países han sacrificado un cierto grado de credibilidad fiscal. En varios países, el espacio fiscal para responder a cualquier

nuevo deterioro es tal que deberían considerarse sólo medidas de estímulo que puedan ser revocadas fácilmente y sean de carácter verdaderamente pasajero.

La política monetaria también ha sido un ámbito de intervenciones activas e intensos debates. Los países en la Región tienen regímenes muy diferentes, entre los cuales hay tres economías dolarizadas, tres con tipos de cambio fijos, nueve regímenes de metas de inflación o en transición hacia ese régimen, y nueve con regímenes intermedios. El análisis del Capítulo 6 muestra que, en cada uno de estos grupos, predominan los casos en los que hay estabilidad en el crecimiento monetario e inflación limitada, a pesar de las graves perturbaciones que se han experimentado. Aún así, los regímenes intermedios experimentaron las mayores tasas de transmisión de las alzas de los productos primarios internacionales a los precios nacionales, mientras que algunos países de tipo fijo experimentaron bruscas caídas en el crecimiento, aunque se recuperaron con rapidez. Los países con sistemas de metas de inflación permitieron que se depreciaran sus tipos de cambio nominales durante la crisis pero luego experimentaron importantes apreciaciones reales. Resulta interesante señalar que se observó una tendencia de las autoridades monetarias a aumentar las tasas de interés al comienzo de la crisis, frente a los persistentes altos precios externos de los productos primarios, y a utilizar herramientas directas de la política monetaria, tales como rebajar los requisitos de liquidez en los bancos para inyectar liquidez en los sistemas financieros. Llegado este punto, los instrumentos directos y la tasa de interés fueron utilizados como **sustitutos**. Sin embargo, a medida que se prolongaba la crisis, tanto los instrumentos directos como las tasas de interés fueron utilizados como **complementos** para relajar aún más la política monetaria. Posteriormente, cuando la crisis pasó y se reanudaron las entradas de capital, ambos tipos de instrumentos de las políticas fueron nuevamente utilizados como complementos para implementar políticas monetarias restrictivas. Quizá a los países que se centran en el control de la inflación les convenga contemplar nuevos métodos para comunicar los objetivos y utilizar instrumentos de diversas maneras con el fin de asegurar una plena comprensión del sector privado y, por lo tanto, una reacción apropiada.

Uno de los rasgos comunes de la política monetaria en diversos países ha sido la fuerte acumulación de reservas internacionales. Considerando el balance financiero total de América Latina y el Caribe en su conjunto, se observa además que los pasivos brutos externos disminuyeron hasta niveles anteriores a la crisis de Lehman, implicando una mayor fortaleza financiera externa, sobre todo entre un grupo de exportadores de productos primarios que redujo significativamente los pasivos netos. Después de la Gran Recesión, el conjunto de la Región reanudó un proceso de integración financiera en medio de un aumento de activos y pasivos. Si bien las inversiones extranjeras directas siguieron aumentando como porcentaje de los pasivos para los importadores de productos primarios, esto no ocurrió entre los exportadores de dichos productos, para los cuales el porcentaje de pasivos de cartera potencialmente más peligrosos ha aumentado como contrapartida

de inversiones de cartera más altas. Al mismo tiempo, se ha producido una disminución de los pasivos del sector público, una caída correspondiente en la proporción de la deuda pública externa y un aumento de la deuda en moneda local en el total de la deuda. La estructura de los balances del sector privado señala un aumento en la vulnerabilidad desde la crisis de Lehman, pero unido a un aumento de la fortaleza del sector público.

Una de las vulnerabilidades financieras potenciales de América Latina y el Caribe es el importante rol de los bancos extranjeros y, especialmente, de los europeos. El análisis detallado de los vínculos de la Región con el sistema bancario mundial que se presenta en el Capítulo 8 revela vínculos directos con los bancos de la periferia europea, sobre todo con los bancos españoles, pero también exposiciones indirectas a través de vínculos con bancos en otros países que están expuestos a la periferia de Europa. En algunos casos, estas exposiciones indirectas pueden ser más importantes que las directas. El hecho de que los bancos europeos en América Latina suelen estar financiados localmente brinda cierto grado de tranquilidad. Sin embargo, como los bancos europeos están reduciendo su apalancamiento y los supervisores de origen consideran el capital sobre una base consolidada, los ajustes en los niveles de capital de dichos bancos podrían traer consigo restricciones de financiamiento. El desapalancamiento también ha provocado que los bancos europeos pasen de ser compradores netos de activos latinoamericanos (incluyendo la participación accionaria y la compra de instituciones financieras enteras) a ser vendedores netos. Si hay fondos ilimitados para comprar estos activos, o si los activos son vendidos de maneras que no afecten a las relaciones prestamista-prestatario, puede que esto tenga un impacto limitado en la Región. Sin embargo, si se rompen las relaciones o se limitan los fondos, podría haber efectos importantes, sobre todo si la crisis europea empeora.

Las economías de América Latina y el Caribe han conseguido logros notables, tanto en términos de crecimiento como en la capacidad de responder a choques externos. El Capítulo 9 repasa los puntos fuertes y las vulnerabilidades de la Región en el contexto mundial actual. Hay señales de que numerosas economías de la Región tienen una proporción más alta de deuda del sector público emitida localmente en moneda local, han sido capaces de emplear una política fiscal contracíclica eficaz, tienen mayores posibilidades de emplear el tipo de cambio como un amortiguador ante las perturbaciones, a la vez que mantienen precios estables y han desarrollado diversos instrumentos macroprudenciales. Sin embargo, las vulnerabilidades persisten, sobre todo debido a la dependencia de los productos primarios, a la importante afluencia de capitales, al auge del crédito, a la posición fiscal relativamente más débil de los países y al rol mayor de los bancos europeos. Si bien nos encontramos en un mundo de senderos que se bifurcan y es imposible saber qué alternativas se convertirán en realidad, la Región tiene buenos motivos para ser optimista debido al nuevo conjunto de instrumentos que ha creado y a la experiencia que ha ganado al desplegarlos con eficacia.

CAPÍTULO 2

Ante los riesgos económicos globales

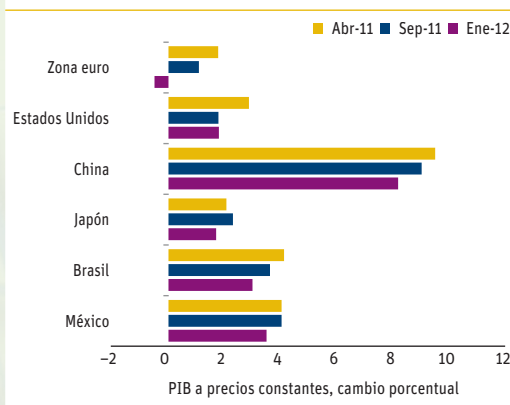
La economía global ha entrado en una nueva fase. Los problemas de la deuda soberana europea y la crisis bancaria no están aún resueltos y el fuerte crecimiento en China, que ha sostenido los elevados precios de los productos primarios, comienza a moderarse. Los riesgos parecen apuntar a la baja en ambos casos. Los riesgos relativos a la recuperación de Estados Unidos, aunque importantes, parecen más equilibrados. En este capítulo se usan, como referencia comparativa para el análisis, las proyecciones de consenso del mercado y las producidas por el FMI en las Perspectivas de la Economía Mundial. Sin embargo, debido a los altos riesgos, las previsiones están sujetas a errores potencialmente grandes. El capítulo utiliza un ejercicio de modelación para analizar cómo los países en América Latina podrían verse afectados por un conjunto de perturbaciones negativas. El resultado se compara con lo sucedido durante la crisis de 2008–09, y se encuentran diferencias interesantes. Las preguntas que surgen del análisis serán abordadas en capítulos posteriores de este informe.

En un escenario optimista la región crece a 3,6% en 2012

Las cifras preliminares para 2011 señalan una tasa de crecimiento global respetable de aproximadamente 3,8%. Sin embargo, el crecimiento llegó a 5,2% en 2010 y las proyecciones para 2012 y 2013 señalan que las expectativas están disminuyendo (ver Gráfico 2.1). Aún así, las recientes previsiones para el crecimiento mundial de las principales agencias siguen siendo relativamente benignas. La mayoría indica que, mientras Europa sufre una recesión relativamente breve, la economía de Estados Unidos sigue recuperándose. China se

GRÁFICO 2.1

Proyecciones de crecimiento decrecientes para 2012



Fuente: Perspectivas de la economía mundial, FMI (2012).

desacelera moderadamente y Japón recupera su crecimiento. La línea básica de este informe refleja estas previsiones recientes: para 2012, se espera que Estados Unidos crezca un 1,8%, que la zona del euro sufra una recesión relativamente moderada con un crecimiento de -0,5%, y que China crezca 8,5%. El conjunto de América Latina crecería 3,6% y Brasil y México estarían cerca de este promedio regional.

Los riesgos son graves

Las proyecciones económicas se ven acompañadas de serias advertencias sobre la salud de la economía. Estas proyecciones están sujetas a grandes errores de previsión. Este informe se centra no sólo en un escenario central incierto, sino también en los riesgos y en cómo estos riesgos pueden tener un impacto en América Latina y el Caribe. Concretamente, el crecimiento en Europa está siendo arrastrado a la baja por la periferia europea, y actualmente el debate gira en torno a cuán profunda y larga será una recesión en la Zona euro, no si habrá o no recesión. Las dudas relativas a la solvencia de algunas deudas soberanas han colocado bajo presión a los bancos con exposiciones en esos países, y los bajos ratios de solvencia de los bancos podrían complicar la situación de deuda de algunos gobiernos. Los bancos griegos han invertido alrededor del 100% de su capital en deuda del Gobierno griego y los bancos italianos y españoles han invertido aproximadamente el 60% de su capital en sus respectivas deudas soberanas.¹ En el caso de España, más del 40% del total de la deuda pública está en manos de los bancos nacionales.² El centro de la Zona euro tampoco es inmune. Los bancos alemanes tienen más del 30% de su capital expuesto en activos italianos (del sector privado y público) y otro 33% en activos españoles. Los bancos franceses tienen un 100% de su capital invertido en deuda pública y privada en Italia y alrededor del 38% expuesto en España.³

La persistencia de la recesión europea evolucionará según la manera y la velocidad con que se resuelvan totalmente los problemas de la deuda soberana y los bancos. Dada la experiencia que tiene América Latina en este tipo de problemas, es fácil reconocer la magnitud del reto que representan esos problemas. Dicha experiencia enseña que es deseable adoptar medidas decisivas cuanto antes para situar tanto la deuda soberana como a los bancos en una vía claramente sostenible para minimizar los costos totales. Una vez que los actores privados ven una vía hacia una solución sostenible, se convierten en parte de esa solución en lugar de ser parte del problema. Estas medidas a menudo

¹ El “capital” es un concepto de contabilidad que varía relativamente según los países (ver Davies y Ng, 2011).

² Ver Bolton y Jeanne (2011).

³ Las tendencias transfronterizas provienen de las estadísticas bancarias consolidadas del BPI y el capital proviene de los indicadores de solidez financiera del FMI (ver también Bolton y Jeanne (2011) sobre las tendencias transfronterizas de deuda de los bancos europeos).

entrañan redistribuciones políticamente delicadas y riesgos sustanciales. Los retrasos en adoptar estas medidas normalmente tienen como resultado reacciones contraproducentes del sector privado que pueden aumentar sustancialmente los eventuales costos de resolución. Con frecuencia, el castigo que termina por pagarse en materia de crecimiento perdido resulta excesivo frente a los problemas (económicos), tales como los riesgos de deuda soberana o la sostenibilidad de la cuenta corriente.

Una crisis en la Zona euro podría transmitirse a América Latina y el Caribe mediante diversos canales potenciales: alrededor del 13% de las exportaciones de la Región están destinado a la Zona euro y algunos países en la Región reciben una proporción importante de las inversiones externas directas y de las remesas desde Europa (ver cuadro en Apéndice A para estadísticas detalladas). Además, existe la preocupación de que una contracción del crédito en Europa pueda tener impactos globales y que cualquier acontecimiento crediticio inesperado (del gobierno o financiera) pueda provocar importantes reacciones de los bancos y los mercados financieros.

Un segundo riesgo de las perspectivas económicas globales es el crecimiento de la economía China. Durante muchos años, el rápido crecimiento del crédito interno ha sostenido la alta tasa de inversión en China, que seguramente disminuirá en el mediano plazo. La pregunta es si el crecimiento se reducirá moderadamente o si habrá una desaceleración más rápida. Dada la importancia creciente de China en el comercio mundial, una desaceleración rápida en ese país afectaría al crecimiento mundial y, por lo tanto, tendría un impacto en América Latina y el Caribe. Además, debido a los altos requerimientos de productos primarios para la producción y el consumo, el crecimiento de China es importante para mantener unos precios de los productos primarios en niveles relativamente altos.

Los riesgos para el crecimiento de Estados Unidos parecen más equilibrados. Estados Unidos sigue siendo particularmente importante para México, América Central y el Caribe. En el lado negativo, el mercado de vivienda sigue deprimido, la confianza del consumidor es baja y reina una incertidumbre considerable en materia fiscal. Si bien la legislación actual exige la austera limitación del gasto fiscal, los recortes previsiblemente no comenzarán hasta enero de 2013, pero debe tenerse en cuenta que está a punto de iniciarse un periodo de elecciones. Dependiendo de los resultados políticos, podría haber cambios sustanciales en la política fiscal. Por el lado positivo, sin embargo, ha habido noticias relativamente buenas en relación al desempeño de las empresas y a la generación de empleo.

En las páginas que siguen, se utiliza un ejercicio de modelación para analizar dos escenarios negativos para el crecimiento mundial. Se hace uso del modelo global de vectores autorregresivos que aparece detallado en el Apéndice B.⁴

⁴ El análisis se basa en Cesa-Bianchi, Pesaran, Rebucci y Xu (2012).

Un primer escenario negativo provoca una recesión moderada en la Región

Un escenario negativo contempla una profundización de la crisis de la zona del euro y una desaceleración de la tasa de crecimiento en China. También supone una perturbación negativa en los mercados financieros globales.⁵ Concretamente, este primer escenario negativo supone que el PIB de la Zona euro cae un poco menos de lo que cayó la economía de Estados Unidos como consecuencia directa de la quiebra de Lehman —aproximadamente 2% por debajo de la línea de referencia.⁶ El modelo sigue con precisión las variables reales pero no refleja los movimientos extremos en los mercados financieros. Una disminución de 2% en el PIB de Europa genera una disminución aproximadamente del 20% en el valor de las acciones. Sin embargo, el valor de las acciones en Estados Unidos disminuyó en aproximadamente 40% después de la quiebra de Lehman.⁷ El primer escenario negativo supone una disminución adicional del 20% en los precios de las acciones en Europa, reflejando aproximadamente lo que ocurrió en Estados Unidos después de la quiebra de Lehman. Por otro lado, para captar el alto grado de integración entre Estados Unidos y los mercados europeos, se aplica una perturbación autónoma de aproximadamente 15% a las acciones de Estados Unidos. Esto significa que los precios de las acciones en Estados Unidos disminuyen en un total de aproximadamente 30%.⁸ Por último, este primer escenario también tiene en cuenta una perturbación negativa autónoma de 1% en el PIB de China.⁹ Debido al balance de riesgos en Estados Unidos, el ejercicio de modelación supone que no hay perturbación negativa autónoma en este país, cuyo crecimiento sólo se ve afectado por otras variables del modelo.¹⁰

El resultado es que, en este primer escenario, el crecimiento global disminuye bruscamente en 2012, aunque algo menos que en 2008–09 (ver Gráfico 2.2). La Zona euro sufre una recesión más severa que la de 2009, dado que la línea de referencia ya considera a Europa en una recesión moderada y, por lo tanto, la perturbación es mayor. En realidad, el PIB de Europa disminuye 5,8% en relación con la línea de referencia, algo más que la contracción en la economía de Estados Unidos en los dos trimestres

⁵ Esto podría ser el resultado de un episodio de calificación de crédito soberano o de una institución financiera, o de un país que abandona la moneda común.

⁶ El PIB de Estados Unidos cayó en 2,4% en el cuarto trimestre de 2008.

⁷ El mercado de acciones disminuyó en un promedio de 40% trimestral en los dos trimestres posteriores a Lehman.

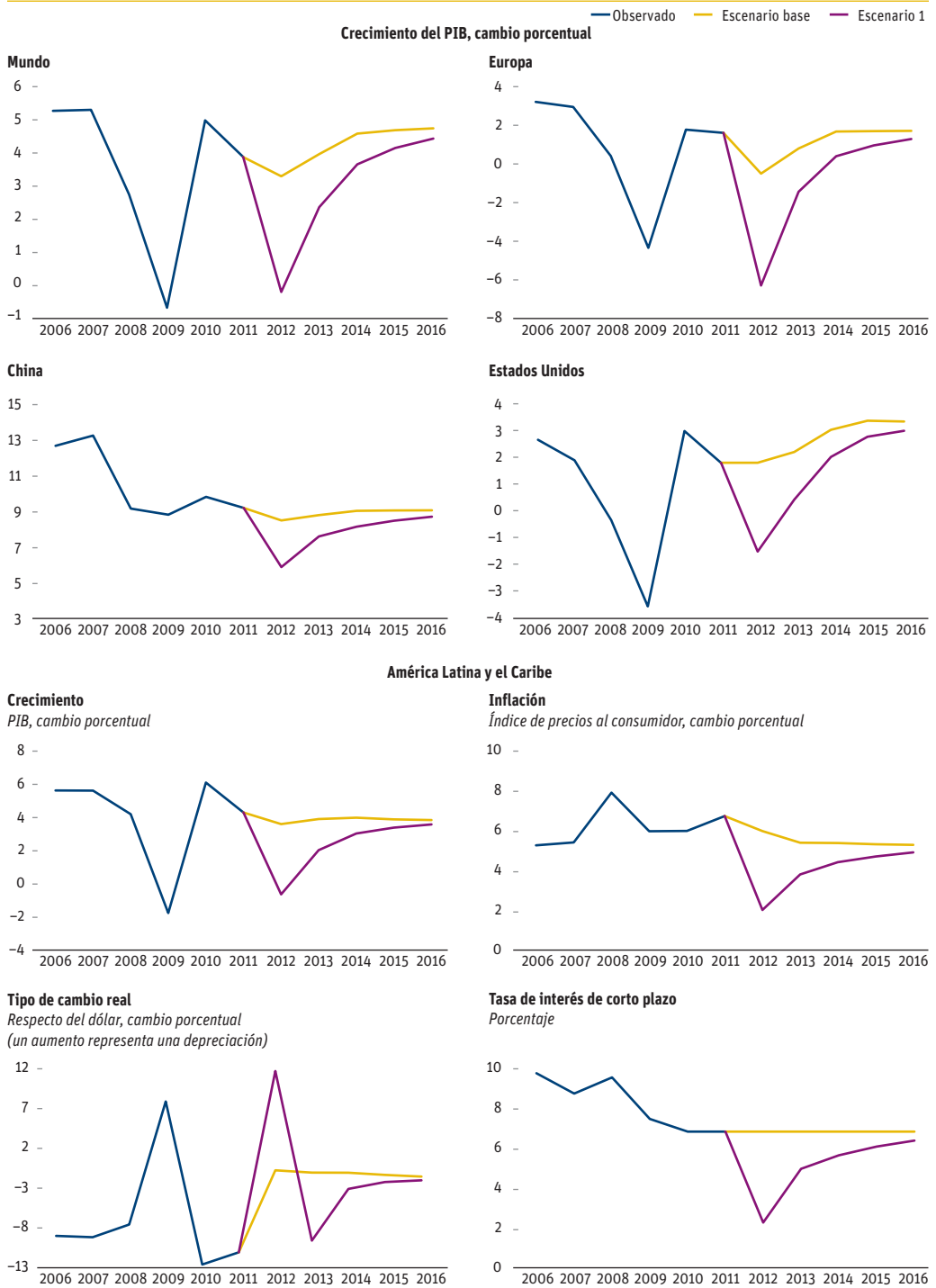
⁸ La idea consiste en modelar la perturbación en los mercados integrados globales. Una alternativa consiste en considerar el efecto en Estados Unidos simplemente como un contagio a partir de Europa.

⁹ Esto es aproximadamente una desviación estándar en el crecimiento de China.

¹⁰ A pesar de que los resultados se presentan según esta calibración, si el lector cree que un episodio de la mitad o el doble del tamaño de la supuesta mezcla de perturbaciones está garantizado, puede sencillamente redimensionar las perturbaciones en consecuencia, dado que el modelo es lineal.

GRÁFICO • 2.2

Simulaciones para el mundo y América Latina y el Caribe



Fuente: FMI (2012), Consensus Forecasts y cálculos de los autores.

posteriores a la crisis de Lehman.¹¹ Estados Unidos vuelve a caer en una recesión a pesar de la ausencia de una perturbación autónoma de su crecimiento. Sin embargo, Estados Unidos sufre menos que después de la crisis de Lehman, cuando fue el epicentro de la crisis. En 2012, el crecimiento de China disminuye en aproximadamente tres puntos porcentuales: un 1% correspondiente a una perturbación autónoma más un 2% de respuesta endógena. Estos cálculos subrayan la creciente interacción entre China y el resto del mundo a medida que la economía china se ha vuelto más integrada globalmente. Sin embargo, cabe hacer una advertencia, y es que si el Gobierno chino implementa extraordinarias medidas fiscales o de otro tipo, puede que sea capaz de mantener una reacción negativa endógena por debajo del 2%.¹² El impacto en el crecimiento mundial, y específicamente en el crecimiento chino, tiene una relevancia significativa para los precios de los productos primarios, que caen aproximadamente un 30% por debajo de la línea de referencia.

El brusco deterioro en la perspectiva global, que incluye una recesión en Europa y Estados Unidos, así como una desaceleración acusada en China, tiene un fuerte impacto en una economía típica en América Latina y el Caribe. Sin embargo, a pesar del fuerte deterioro del PIB europeo y de los mercados de acciones, el impacto general es algo menor que los efectos derivados de la crisis de Lehman: la economía de la Región cae 0,6% en 2012. Sin embargo, al contrario de 2008–09, la perturbación es más persistente, reflejando el hecho de que la recuperación de Estados Unidos después de la crisis de Lehman fue inusualmente rápida.

También en contraste con la perturbación de 2009, el efecto total varía poco entre países (ver Cuadro 2.1). El modelo recoge los múltiples y variados vínculos entre América Latina y el Caribe y el resto del mundo, incluyendo el comercio, las remesas y el financiamiento. Debido a las fuentes de las perturbaciones en las simulaciones presentadas, las exposiciones a través de estos diferentes canales están relativamente bien diversificadas en toda la Región (ver el cuadro en Apéndice A para más detalles en relación con estos diferentes canales).

México, América Central y el Caribe parten de una posición más débil en la línea de referencia (ya que fueron golpeados con más contundencia en la crisis de 2009), pero como la recesión en Estados Unidos es más moderada en esta ocasión en comparación con 2009, sufren algo menos. Por otro lado, América del Sur esta vez parte de una posición más ventajosa gracias a la composición de la demanda global y a los altos precios de los productos primarios en los últimos años. Sin embargo, debido a la

¹¹ La caída de la economía de Estados Unidos en los dos trimestres posteriores a la crisis Lehman fue de aproximadamente 5,2%.

¹² Sin embargo, dado que el modelo incluye el importante estímulo fiscal de 2009, éstas tendrían que ser medidas que fueran más allá de esa respuesta (ver Cova, Pisani y Rebucci, 2011, para información sobre la respuesta en China a la perturbación de 2008–2009).

CUADRO • 2.1
El impacto del primer escenario en los distintos grupos de países

| | 2012 | | | 2009 |
|---|--|--------------|-------------|-------|
| | Escenario base | Perturbación | Escenario 1 | |
| Crecimiento en: | Promedio simple entre países (porcentaje) | | | |
| Países con mayor exposición a Estados Unidos* | 3,17 | -3,62 | -0,45 | -2,26 |
| Países con mayor exposición a la Zona euro** | 4,22 | -3,36 | 0,86 | 0,23 |
| Países con mayor exposición a China*** | 4,36 | -3,70 | 0,66 | 0,19 |

Fuente: FMI (2012) y cálculos de los autores.

* Bahamas, Barbados, Costa Rica, México, El Salvador, República Dominicana, Nicaragua y Guatemala.

** Haití, Surinam, Chile, Belice, Jamaica, Trinidad y Tobago, Perú, Bolivia.

*** Venezuela, Argentina, Honduras, Paraguay, Uruguay, Colombia, Brasil, Ecuador, Guyana, Panamá.

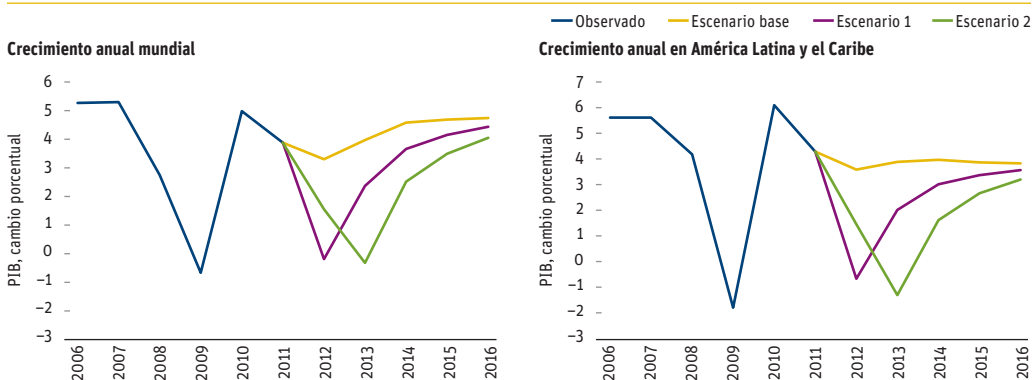
brusca desaceleración en China y a la caída de los precios de los productos primarios, sufren algo más. Los diversos mecanismos de transmisión junto con la variación entre las condiciones iniciales en México/América Central/Caribe y América del Sur explican la relativa homogeneidad del impacto en la Región.

Una crisis aplazada tiene efectos más persistentes

El escenario anterior se basa en un conjunto de perturbaciones que sólo duran un periodo.¹³ Sin embargo, un escenario alternativo puede ser que Europa sufra una recesión algo peor que la línea de referencia a lo largo de 2012, y luego sufrir una crisis en 2013. Por lo tanto, un segundo escenario supone que el 50% de la primera perturbación se materializa en 2012 y luego la misma perturbación golpea en 2013. Por consiguiente, el tamaño total del impacto en este escenario es 150% mayor que el del primer escenario, si bien se distribuye a lo largo de dos años.

En este caso, la pérdida de producción acumulada para los principales grupos económicos (Estados Unidos, Zona euro y China) es significativamente peor y la parte más profunda de la recesión se produce en 2013 (ver Gráfico 2.3). En América Latina y el Caribe, el crecimiento se hace más lento a lo largo de 2012, el PIB cae más de 1% en 2013 y, a partir de ahí, tiene lugar una lenta recuperación. Las pérdidas de producción acumuladas en este escenario para el conjunto de la Región serían de aproximadamente el 12% del PIB, en comparación con el 8% del PIB en el primer escenario negativo, ambas con respecto a la línea de referencia hasta 2016. Debido a la persistencia de la recesión, seguramente habría mayor pérdida de empleo y mayores presiones sobre las cuentas fiscales y el sistema bancario.

¹³ Sin embargo, los efectos de estas perturbaciones son más largos dado que reflejan la persistencia media de las perturbaciones en los datos.

GRÁFICO • 2.3**Crecimiento en el mundo y en América Latina y el Caribe**

Fuente: FMI (2012), Consensus Forecasts y cálculos de los autores.

El análisis plantea ciertas preguntas que merecen un estudio más detallado

Este análisis de modelación para el crecimiento global y de América Latina y el Caribe plantea varios problemas. En primer lugar, los precios de los productos primarios están representados por una sola variable en el modelo y, por ende, no se refleja toda la complejidad del comportamiento de los precios de los productos primarios. En el próximo capítulo se discuten las posibles evoluciones de los precios de los productos primarios, especialmente del cobre y los granos, considerando un escenario más detallado de lo que puede ocurrir en China. En segundo lugar, en el periodo anterior e inmediatamente posterior a la crisis de Lehman, América Latina recibió una gran afluencia de capitales que contribuyó a estimular un rápido crecimiento económico. Sin embargo, los países que han disfrutado de grandes entradas de capital y del rápido crecimiento del crédito vinculado a ello podrían enfrentarse luego a problemas económicos. El Capítulo 4 analiza cuándo estas entradas de capital tienden a acabar en crisis bancarias o en recesiones, y los riesgos relevantes en América Latina y el Caribe actualmente. En tercer lugar, lo dicho más arriba supone que América Latina responderá con cambios en sus políticas macroeconómicas, como lo hizo en perturbaciones anteriores. Sin embargo, una pregunta relevante es si los países de América Latina y el Caribe tienen el mismo margen de maniobra fiscal y monetaria que tenían antes de la crisis de Lehman. El problema del margen de maniobra fiscal se analiza en el capítulo 5, mientras que en el capítulo 6 se discuten los diversos regímenes de política monetaria y de tipo de cambio en la Región y cómo podrían reaccionar ante tales perturbaciones. Por otro lado, la vulnerabilidad de América Latina ante estas perturbaciones financieras externas también depende de los balances financieros generales de los países en la Región. En el Capítulo 7 se analiza la robustez financiera de la Región a través de los balances de los países. Por último,

una crisis europea más profunda podría tener impactos financieros adicionales debido a que los bancos europeos son particularmente importantes para los sistemas financieros de América Latina. El Capítulo 8 analiza estos vínculos y presenta un debate sobre las vulnerabilidades relevantes.

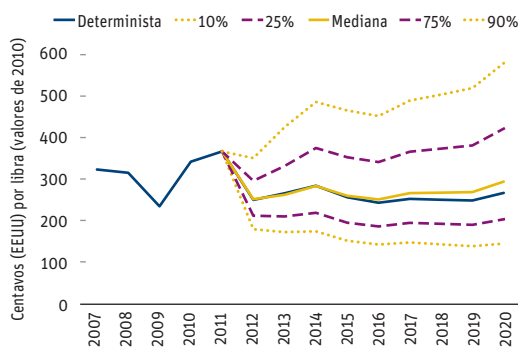
CAPÍTULO 3

Los productos primarios y China

Una vez más, los productos primarios han adquirido especial importancia para América Latina y el Caribe. En ocho países, representan más del 50% de las exportaciones y, en varios países, los ciclos del crecimiento parecen estar íntimamente interconectados con los ciclos de los productos básicos.¹ Proyectar los precios de los productos primarios es un asunto difícil y riesgoso: los precios son volátiles y las perturbaciones persistentes. En una perspectiva de largo plazo, los precios de los productos primarios han disminuido en relación a los precios de los productos manufacturados, aunque esta disminución se ha visto interrumpida por auges que pueden persistir durante varios años y que son seguidos por crisis. El Apéndice C presenta una breve revisión del comportamiento del precio de los productos primarios. El primer escenario negativo del Capítulo 2 señala que los precios de los productos primarios disminuirían en aproximadamente 30%. Sin embargo, cada producto primario tiene sus propios rasgos particulares. El petróleo, el cobre y los granos son los productos de exportación más importantes de la Región. El petróleo es un caso especial, para el cual es particularmente difícil hacer proyecciones dado que los asuntos geopolíticos influyen con frecuencia en sus precios.² Este capítulo se centra en el cobre y los granos. Se presentan los escenarios para la economía china y se detallan las consecuencias para los precios.

¹ Ver Gelb (1988) sobre los factores a favor y en contra de la dependencia de los productos primarios. Ver Collier y Venables (2011) para una reseña de estudios de caso de cómo los ingresos por productos primarios han sido administrados (el caso de Chile se considera como un buen ejemplo. En Van der Ploeg y Venables (2011), se encuentra una explicación más teórica del problema de un productor de productos primarios de un país en vías de desarrollo en términos de decisiones de inversión, ahorro y consumo. En las regresiones de crecimiento estándar, los efectos de los términos de intercambio pueden ser tan importantes como los logros educativos y la estabilidad política (ver Barro i Sali-i-Martin, 1995).

² Ver Kilian (2009) sobre cómo esclarecer el papel de las perturbaciones en los precios del petróleo. Debe señalarse que los temores geopolíticos pueden ser similares en el caso de los productos primarios; por ejemplo, un aumento de un probable episodio de cierre del estrecho de Ormuz (por esta estrecha vía marítima en Oriente Medio circula aproximadamente el 35% de todo el petróleo transportado por mar, o un 20% del total del comercio mundial de petróleo; casi 17 millones de barriles al día) haría subir los precios al contado, con importantes efectos reales, aunque nunca llegara a producirse. Ver <http://www.eia.gov/countries/regions-topics.cfm?fips=WOTC> para datos sobre los puntos críticos del tránsito del petróleo.

GRÁFICO • 3.1**Simulación de los precios reales del cobre**

Fuente: cálculos de los autores (2012).

Los precios del cobre dependen no sólo del crecimiento de China sino también de la inversión

Para analizar los precios del cobre se utiliza un modelo macroeconómico global junto con un modelo del mercado global del cobre. El modelo macroeconómico incorpora el crecimiento de las economías industrializadas y el crecimiento y la inversión en China, datos que luego son utilizados para configurar un modelo para el cobre.³

Para llegar a una previsión del precio del cobre se simula el modelo proyectando las variables hacia el futuro con base en su comportamiento pasado⁴ (ver Gráfico 3.1). Sin embargo, debido a la alta volatilidad de los precios, los intervalos de confianza son amplios. Como ejemplo, hay un 50% de posibilidades de que los precios se sitúen un 25% por debajo de la previsión media, o 35% por encima de la previsión media a partir de 2015.⁵ En otras palabras, las proyecciones para el cobre deberían considerarse indicativas y sujetas a errores de previsión considerables.

Aún así, se pueden analizar diferentes escenarios para la economía china variando las tasas de los índices de crecimiento en China y el porcentaje de su PIB destinado a la inversión. El escenario de línea de referencia es congruente con el que se ha empleado en el Capítulo 2. Se prevé un crecimiento en China de 8,5% en 2012, que luego aumenta lentamente hasta 9,1% en 2015 y permanece constante a partir de ahí. Sin embargo, los precios del cobre también dependen del porcentaje de la inversión en el PIB chino. Se contemplan dos alternativas: en la primera, la tasa de inversión disminuye hasta aproximadamente el 31,3% del PIB en 2020, en la segunda, disminuye marginalmente de 46% a 41% del PIB durante el mismo periodo. Se modelan otros dos escenarios que concuerdan con los dos escenarios negativos presentados en el Capítulo 2.

Las trayectorias de precios resultantes se ilustran en el Cuadro 3.1. En el escenario macroeconómico de referencia pero con una tasa de disminución más acusada de la inversión china, los precios disminuyen desde su máximo en 2011 de US\$3,99/lb a US\$2,65/

³ El modelo de cobre comprende cinco ecuaciones: el consumo de refinado en China, el consumo de refinado no chino, la producción mundial de refinado, la relación inventario/consumo y el precio real del cobre en dólares.

⁴ Esta previsión utiliza simplemente el pasado para predecir el futuro sin supuestos adicionales relativos a ninguno de los factores explicativos.

⁵ Éstos reflejan los percentiles de 25% y 75% de la distribución de errores de previsión. La previsión media se utiliza en lugar de la previsión determinista dado que el modelo es no lineal.

CUADRO • 3.1**Precios del cobre bajo los tres escenarios**

| Tasa de inversión | Proyección de base | | Escenario 1 | | Escenario 2 | |
|-------------------|--------------------|------|-------------|------|-------------|------|
| | Bajo | Alto | Bajo | Alto | Bajo | Alto |
| 2012 | 299 | 326 | 271 | 295 | 247 | 268 |
| 2013 | 276 | 320 | 206 | 236 | 231 | 267 |
| 2014 | 281 | 319 | 214 | 238 | 231 | 257 |
| 2015 | 263 | 290 | 202 | 217 | 230 | 248 |
| 2016 | 265 | 284 | 225 | 236 | 250 | 264 |

Fuente: cálculos de los autores.

Nota: La tabla presenta las proyecciones deterministas del precio del cobre (del Mercado de Metales de Londres, LME) bajo los tres escenarios y con dos variantes para cada escenario. Los precios están expresados en centavos Estadounidenses por libra, a valores de 2011.

lb (en valores de 2011) hacia 2016, lo que representa una disminución de 34% respecto a 2011. El primer escenario negativo prevé que los precios del cobre caigan abruptamente a lo largo de 2012, hasta sólo US\$2,06/lb en 2013, es decir, un 48% por debajo de los valores de 2011. Los precios no se recuperan hasta 2015 y entonces sólo llegan a US\$2,25/lb. En el segundo escenario negativo, los precios disminuyen más lentamente. Si la inversión china como proporción del PIB disminuye sólo moderadamente hasta 41%, la caída del precio es menor pero sigue siendo importante; en el primer escenario negativo, cae hasta US\$2,84/lb y, en el segundo escenario, cae hasta US\$2,64/lb. Por lo tanto, el modelo señala la posibilidad de un riesgo a la baja sustancial para el precio del cobre si el crecimiento en China flaquea, y sobre todo si también disminuye su tasa de inversión.

Los precios de los granos son menos sensibles a los escenarios en China

Los precios de los productos que conforman el complejo de los granos tienden a estar altamente correlacionados.⁶ Si una perturbación afecta a un producto, por ejemplo una mayor demanda de maíz debido a los biocombustibles o a una mayor demanda de soja de parte de China, la producción de ese producto primario tenderá a aumentar mientras que la oferta de otros disminuye. Por consiguiente, para considerar el impacto en los productores de América Latina, tiene sentido analizar el precio agregado de los granos. Una vez más, un modelo macroeconómico global se yuxtapone a un modelo de mercado de los granos.⁷ El consumo de granos depende de los precios y del nivel del PIB,

⁶ El complejo de granos se refiere aquí al maíz, el trigo y la soja. Como ejemplo de correlaciones altas, desde las cosechas de 1960–61 hasta las de 2010–11, la correlación entre los precios deflactados del trigo y del maíz es de 0,952 en niveles y de 0,833 en primeras diferencias.

⁷ El modelo para los granos sigue a Deaton y Laroque (1995); ver el análisis del comportamiento de los precios de los productos primarios en el Apéndice C, para más detalles de este enfoque.

CUADRO • 3.2**Precios de granos bajo los tres escenarios**

| | Trigo, | | | Maíz | | | Soja | | |
|---------|--------------------|-------------|-------------|--------------------|-------------|-------------|--------------------|-------------|-------------|
| | Proyección de base | Escenario 1 | Escenario 2 | Proyección de base | Escenario 1 | Escenario 2 | Proyección de base | Escenario 1 | Escenario 2 |
| 2011-12 | 263 | 260 | 262 | 212 | 210 | 211 | 425 | 421 | 423 |
| 2012-13 | 253 | 250 | 248 | 198 | 195 | 194 | 402 | 397 | 396 |
| 2013-14 | 244 | 240 | 239 | 187 | 183 | 182 | 384 | 379 | 377 |
| 2014-15 | 238 | 232 | 231 | 179 | 173 | 172 | 371 | 363 | 361 |
| 2015-16 | 232 | 225 | 223 | 172 | 165 | 163 | 360 | 349 | 347 |

Fuente: cálculos de los autores.

Nota: La tabla presenta las proyecciones deterministas de precios bajo los tres escenarios. Los precios se expresan en dólares por tonelada a precios de 2011.

desagregado entre China y el resto del mundo, con el fin de permitir un análisis de los escenarios orientados hacia China. El precio real de los cereales depende de la relación inventario/consumo y de las perturbaciones de la oferta.⁸ El precio del crudo (WTI) también se incluye en la ecuación de consumo de cereales exceptuando China, dado que el atractivo del uso de cereales para biocombustibles depende del precio del crudo.

Si bien el modelo considera los precios agregados de los cereales, los análisis subsidiarios relacionan este agregado con el precio de productos específicos, a saber, el maíz, el trigo y la soja. Los resultados de escenarios similares a aquellos recogidos más arriba demuestran que el crecimiento de China tiene un impacto importante en el precio de los cereales. Sin embargo, una desaceleración en China afecta a estos productos menos de lo que afecta al cobre. Por debajo de la línea de referencia, los precios caen en alrededor de 12%, 19% y 15% para el trigo, el maíz y la soja, respectivamente, a partir de las proyecciones de la cosecha desde 2011-12 y hasta la cosecha 2015-16 (ver Cuadro 3.2). En el primer escenario negativo, estas caídas se agudizan hasta 14%, 22% y 18% respectivamente, con sólo cambios marginales en el segundo escenario de perturbación negativa.

Una desaceleración en China probablemente afectará a los productores de metales más que a los productores de granos

En el primer escenario negativo del Capítulo 2, los precios de los productos primarios podrían disminuir en aproximadamente 30%, pero análisis más específicos del cobre y los cereales revelan diferencias entre los grupos de productos primarios. Concretamente,

⁸ La evolución de la relación stock/consumo, que en principio debería ser una identidad, es sustituida por una aproximación empírica.

si la tasa de inversión china disminuye y los índices de crecimiento se desaceleran, el efecto en los precios del cobre podría ser más importante de lo que señala el ejercicio de modelación en el Capítulo 2; los precios del cobre podrían caer bruscamente, aproximadamente 48% desde los niveles de 2011. Por otro lado, los precios de los granos responden más directamente al crecimiento en China. Las simulaciones señalan que los precios de los granos disminuirían significativamente menos de 30% en el primer escenario negativo del Capítulo 2. Estos resultados tienen importantes consecuencias para los productores de América Latina. Los productores de metales se enfrentan a un mundo mucho más incierto que los exportadores de granos debido a los riesgos en la economía china. En general, los países de la Región deberían administrar activamente su dependencia de los productos primarios. Dados los precios actuales relativamente altos y las incertidumbres globales, las estrategias de cobertura financiera podrían ser adecuadas tanto para las empresas como para los Gobiernos cuyos ingresos dependen de los productos primarios. Los riesgos no cubiertos con terceros pueden ser administrados internamente mediante fondos de estabilización y otros instrumentos, y se pueden diseñar sistemas tributarios y de regalías para asegurar la transparencia y la certidumbre a pesar de la potencial volatilidad de los precios.

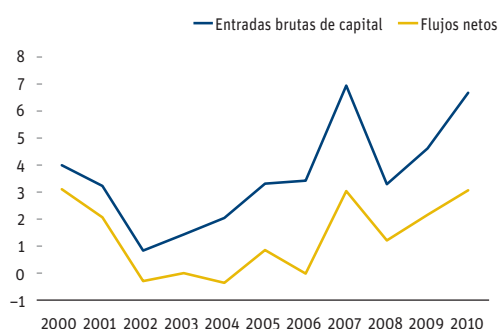
CAPÍTULO 4

El auge de las entradas de capital: a buen fin no hay mal principio

Un aumento de las entradas de capital puede acelerar el crecimiento y el desarrollo pero también puede provocar riesgos. Si bien las entradas de capital y el crecimiento han disminuido en la región, las entradas brutas superaron el 6,5% y las entradas netas superaron el 3,0% del PIB en 2010 (ver Gráfico 4.1).¹ ¿Se puede decir que América Latina y el Caribe, en parte debido a las medidas prudentes adecuadas, han salido ilesos de esta experiencia? Este capítulo evalúa la evidencia de si la Región puede o no considerarse exitosa ante estos riesgos.

GRÁFICO • 4.1

Entradas de capital
Porcentaje del PIB



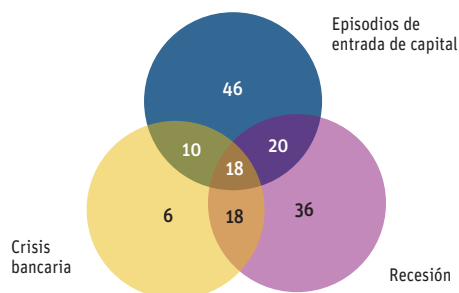
Fuente: Estadísticas financieras internacionales (IFS), FMI (2011).
Nota: Las estadísticas se refieren a los siete países más grandes de América Latina.

Advertencia: los auge de entradas de capital pueden perjudicar la economía

En el Apéndice D, se presenta una revisión de los trabajos teóricos y empíricos sobre los riesgos de las entradas masivas de capital. La manera en que estos episodios acaban depende de las características tanto del país receptor como del carácter de las propias entradas de capital. Aquí se presentan nuevas evidencias con el fin de entender por qué algunos episodios acaban en crisis bancarias o en recesiones. Los resultados son luego aplicados al reciente auge de entradas de capital en América Latina con la intención de evaluar los riesgos asociados.²

¹ Las entradas se refieren a los flujos de los no residentes mientras que las salidas se refieren a los flujos de los residentes; esta diferencia y otras definiciones relevantes se abordarán más adelante.

² Ver Powell y Tavella (de próxima publicación) para más información sobre los datos y la metodología.

GRÁFICO • 4.2**Episodios de entrada de capital y sus resultados económicos**

Fuente: Cálculos de los autores.

En las páginas que siguen, se mide el tamaño de un episodio de entradas de capital como un porcentaje del PIB por encima de una tendencia. Utilizando esta medida, un auge de entradas se define como un episodio superior al mediano. Considerando el periodo 1980–2005, según esta medida, hay unos 94 auges de entradas de capital en las economías emergentes, 28 de los cuales acabaron en crisis bancarias (30%), 38 de los cuales acabaron en recesión (40%) y 18 acabaron en crisis bancaria y recesión. Por lo tanto, el

número total de episodios de entradas que acabaron con resultados económicos negativos (recesión o crisis bancaria) fue 48 (51%). El conjunto de datos también incluye una serie de recesiones y de crisis bancarias que no estuvieron precedidas por episodios de entradas de capital, como ilustra el Gráfico 4.2.

En estos episodios de entradas, el auge mediano dura 1,5 años y equivale a alrededor de 6% del PIB al año, y el episodio mediano de entradas de capital tiene como resultado “entradas excesivas” (a lo largo de todos los años del episodio y por encima de la tendencia normal) de aproximadamente 9,2% del PIB.³

El análisis tiene en cuenta en qué casos los auges de entrada de capital pueden provocar una crisis bancaria sistémica o a una recesión. Las variables explicativas consideradas concuerdan con la literatura, según se aborda en el Apéndice D. Incluyen el tipo de entradas (en concreto, los flujos de cartera, de deuda y bancarios), la apreciación del tipo de cambio real, el aumento de las reservas como porcentaje de la base monetaria, el aumento del crédito al sector privado (medido como porcentaje del PIB) y la calidad de la supervisión bancaria.⁴

Los resultados de un análisis econométrico se recogen en el Apéndice E. Hay evidencia consistente de que el tipo de entrada tiene importancia para la probabilidad de una crisis bancaria; a saber, cuanto más elevados sean los flujos de cartera y los

³ Calvo, Leiderman y Reinhart (1992), Sarno y Taylor (1999) y Forbes y Warnock (2011) señalan que los auges de entradas tienden a ocurrir simultáneamente en diferentes países. El supuesto en el análisis aquí es que el hecho de que varios países puedan estar experimentando un auge similar no influye en la manera en que el auge afecta a cada país específico. Además, se supone que cada auge en el mismo país es un acontecimiento independiente.

⁴ La calidad de la supervisión bancaria se obtiene de Abiad, Detragiache y Tressel, 2008. Otros aspectos de la reforma financiera (controles del crédito y requisitos de los créditos dirigidos y las reservas) también se incluyeron en algunas especificaciones del análisis econométrico.

CUADRO • 4.1

Comparación de las crisis observadas con las predicciones del modelo (%)

| Probabilidad de crisis bancaria | | Observada | |
|---------------------------------|--------------------|-----------------|--------------------|
| | | Crisis bancaria | No crisis bancaria |
| Predicción | Crisis bancaria | 86,7 | 13,0 |
| | No crisis bancaria | 13,3 | 87,0 |
| Probabilidad crítica = 25% | | | |

Fuente: Cálculos de los autores.

flujos bancarios, más alta será la probabilidad de una posterior crisis bancaria. También hay evidencias de que la reforma financiera tiene importancia y, dentro de la reforma financiera, tiene especial importancia la calidad de la supervisión bancaria. Resulta interesante señalar que hay escasa evidencia de que la apreciación del tipo de cambio real tenga importancia en la probabilidad de una crisis bancaria, así como también escasa evidencia de que la acumulación de reservas disminuye la probabilidad de una crisis, o de que un fuerte aumento del crédito aumente esa probabilidad. En general, los resultados señalan que la probabilidad de una crisis bancaria, para un determinado auge de entradas de capital, depende en gran medida del tipo de entradas y de la calidad de la supervisión del sistema bancario que intermedia esos flujos.

En cuanto a las recesiones, la evidencia señala más hacia la importancia de las variables macroeconómicas. Concretamente, hay evidencias de que la acumulación de reservas disminuye la probabilidad de una recesión posterior, mientras que un crecimiento más rápido del crédito la aumenta.⁵ No hay resultados robustos en relación a la importancia de la apreciación del tipo de cambio más allá de las variables relevantes encontradas. Hay evidencias de que las reformas financieras también tienen importancia en la probabilidad de una recesión y, una vez más, la calidad de la supervisión bancaria aparece como la más importante. También se incluyó como variable explicativa la presencia de una crisis bancaria, y los resultados muestran que esta variable siempre fue significativa.

Los riesgos latentes en la Región pueden persistir

Los modelos estimados arrojan buenos resultados en la predicción de las crisis bancarias y las recesiones. Por ejemplo, el Cuadro 4.1 compara los datos actuales con las previsiones del modelo para las crisis bancarias. Si se interpreta que el modelo predice

⁵ El crecimiento del crédito puede conducir a una futura recesión sin una crisis bancaria, dada la necesidad de desalancamiento bancario.

una crisis bancaria cuando la probabilidad de ésta supera el 25%, aproximadamente el 87% de las crisis bancarias ha sido correctamente predicho y los llamados errores tipo 1 y tipo 2 son relativamente bajos.⁶

Empleando la definición de auges de entrada de capital expuesta más arriba, ocho países en la Región experimentaron un auge de entradas de capital después de 2005.⁷ Estos episodios no fueron incluidos en el análisis de más arriba. Dados los valores relevantes de las variables explicativas, y seleccionando la especificación más adecuada para el modelo econométrico, se puede calcular la probabilidad de que el país promedio en la Región pudiera sufrir una crisis bancaria. Los resultados señalan que el rango de probabilidades es entre 0% y 9% de crisis bancaria dependiendo del episodio y del país en cuestión. Una probabilidad de 9% de crisis bancaria es una cifra relativamente alta. En realidad, dada la precisión del modelo, hay una probabilidad de 93% de predecir correctamente la posibilidad de una crisis con ese nivel de probabilidad. Sin embargo, a ese nivel de probabilidad, si el investigador sostuviera que no se produciría ninguna crisis, según la precisión del modelo, su apreciación sólo sería correcta aproximadamente el 55% de las veces.

Los riesgos pueden verse mitigados por mejoras en la infraestructura financiera

Para generar estos resultados, no obstante, se utilizaron los valores de 2005 de las variables de reforma financiera.⁸ Sin embargo, los países de la Región han seguido mejorando diversos aspectos de la infraestructura financiera, entre ellos la supervisión bancaria y las medidas diseñadas precisamente para mitigar los riesgos de auges de entradas de capital y los auges prestamistas —por ejemplo, medidas macroprudenciales. El Apéndice F presenta una revisión detallada de las numerosas medidas macroprudenciales empleadas en la Región. Como una indicación de los potenciales efectos positivos, supongamos que estas medidas sirven para mejorar la variable de reforma financiera en una desviación estándar de esa variable para todos los países de la Región. Los nuevos resultados indicarían que el rango de probabilidades de una crisis bancaria cambiaría a 0%–2,6%, una vez más dependiendo del episodio de entradas y del país en cuestión.

⁶ La probabilidad crítica del 25% fue seleccionada, en parte, debido a que los errores de tipo 1 (falsas alarmas) y tipo 2 (incapacidad de despertar alarma cuando una crisis ocurre) eran relativamente iguales en ese punto. Como se demuestra en el cuadro, cada uno es igual a aproximadamente 13%.

⁷ Dada la crisis económica global en 2008, resulta algo problemático poner fecha a los episodios de entradas de capital durante el periodo 2006–2010. En algunos casos, es debatible si debería considerarse como episodio todo el periodo o si había dos episodios diferentes.

⁸ El conjunto de datos de Abiad, Detragiache y Tresselt (2008) utilizado acaba en 2005.

Las medidas macroprudenciales estaban justificadas, pero persisten algunos riesgos latentes

Los auges de entradas de capital pueden estimular el crecimiento y situar la economía en un sendero de rápido desarrollo, pero en las economías emergentes también han sido asociados con crisis bancarias o recesiones en, aproximadamente, el 50% de las ocasiones. El reciente auge de entradas de capital en América Latina y el Caribe tiene algunas características potencialmente peligrosas, incluyendo flujos de cartera y flujos bancarios relativamente altos. Sin embargo, al mismo tiempo, se implementaron medidas prudenciales y la supervisión del sector financiero sin duda ha sido mejorada. Si bien todos los potenciales efectos negativos del auge de entradas y del rápido crecimiento del crédito aún no son visibles, estas mejoras en la infraestructura financiera sin duda disminuyen los riesgos de que este episodio más reciente acabe en una crisis bancaria o en una recesión. Aún así, las autoridades deberían pensar en monitorear estos riesgos muy cuidadosamente.

CAPÍTULO 5

La política fiscal en la reciente crisis: ¿está preparada la Región para el próximo episodio?

♦ ¿Cuál es el rol adecuado de la política fiscal en respuesta al enfriamiento económico en América Latina y el Caribe? El tema fue objeto de encendidos debates en la Región en las primeras etapas de la reciente crisis global, y se oyeron voces que preconizaban la cautela en aras de la moderación fiscal con el fin de ahorrar liquidez y conservar la confianza del mercado (BID, 2009b). Rompiendo con el pasado, los países de América Latina y el Caribe, de hecho, emprendieron medidas moderadas de estímulo fiscal. En casi todos los países de la Región se permitió que los déficits fiscales aumentaran. ¿Cómo debería abordarse esta misma cuestión en materia de políticas ahora, bajo las actuales circunstancias, si se produce otra crisis global? ¿Están preparados los países para una repetición?¹

Una respuesta fiscal expansiva exitosa para la Gran Recesión...

El crecimiento del PIB se desaceleró bruscamente a partir de 2008 como resultado de la crisis global, y comenzó a recuperarse en 2010 (Gráfico 5.1).² No es de extrañar que el deterioro del PIB hiciera disminuir la recaudación de impuestos, mientras que la caída en los precios de las materias primas redujo los ingresos fiscales en los países exportadores de las mismas. El resultado fue que los ingresos fiscales totales, como porcentaje del

¹ Este capítulo se basa en Fernández-Arias y Pérez (de próxima publicación).

² El Gráfico 5.1 también muestra la evolución de las variables fiscales como porcentaje del PIB desde finales de 2007, antes de la crisis global, para el país típico (el promedio de los 19 países de ALC con información disponible). Los anteriores patrones son relativamente similares a otros esquemas de agregación por país, como el típico país ALC7 (el promedio de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela), el típico país exportador de materias primas (el promedio de países con ingresos fiscales sustanciales directamente relacionados con la exportación de materias primas, excepto Trinidad y Tobago, no incluidos en la muestra: Argentina, Bolivia, Chile, Colombia, Ecuador, México, Perú y Venezuela) y la Región en su conjunto. En este informe llevaremos a cabo el análisis completo para el país típico y comentaremos sobre temas destacados específicamente relevantes para otros esquemas de agregación, sobre todo cuando éstos se desvían de las conclusiones para el país típico.

PIB, también disminuyeron en 2008–2009, recuperándose posteriormente a medida que las economías nacionales y la economía global iban retomando impulso. Al mismo tiempo, los balances fiscales primarios se desplomaron (el balance primario, excluyendo el pago de intereses, disminuyó alrededor de cuatro puntos porcentuales del PIB en el país típico de la Región).

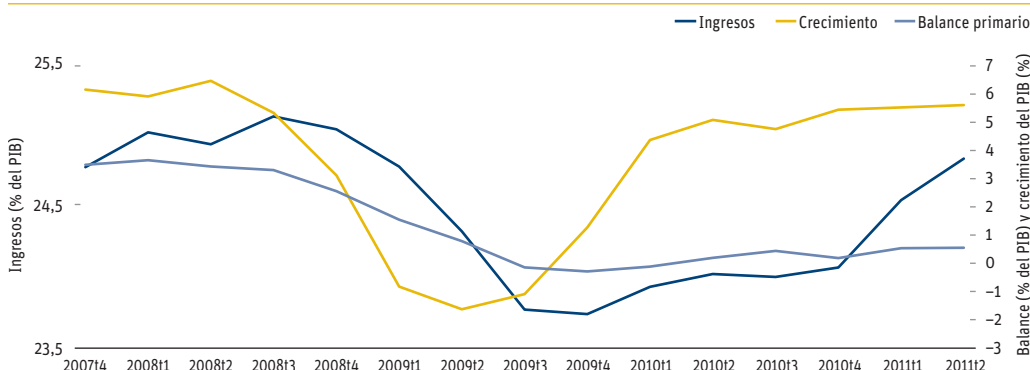
La respuesta fiscal contracíclica analizada en esta sección se refiere a cómo la política fiscal absorbió y contrarrestó la disminución transitoria de los ingresos fiscales en 2008–2009. El balance primario observado se ve afectado por ingresos transitorios, que se nivelan naturalmente con el tiempo y, por ese motivo, no arroja información acerca de las políticas y posición fiscal subyacentes. En otras palabras, los déficits fiscales crecientes debidos a bajos ingresos transitorios no deberían ser una causa de preocupación si son administrados adecuadamente. La política fiscal subyacente se mide mejor por las medidas estructurales, descartando las fluctuaciones transitorias. Por ejemplo, el PIB tendencial o estructural no tiene en cuenta las desviaciones cíclicas (la llamada brecha del producto) y los precios estructurales de los productos primarios se basan en precios futuros esperados (de los cuales los precios al contado pueden diferir considerablemente); los ingresos estructurales son aquellos que se obtendrían a PIB y precios de materias primas estructurales. La posición fiscal se mide más adecuadamente por el balance estructural, que no toma en cuenta los efectos de las perturbaciones transitorias de los ingresos (es igual a los ingresos estructurales menos gastos o, equivalentemente, al balance observado menos los ingresos transitorios; ver Apéndice G). Las estadísticas fiscales estructurales se miden como fracciones del PIB estructural, de modo que no sean contaminadas por las fluctuaciones cíclicas del PIB. El balance estructural producto de esta medida es el resultado de factores que son permanentes a menos que se vean alterados por las políticas y, por lo tanto, tiene consecuencias a largo plazo para la salud fiscal y la política fiscal.

Una política fiscal cíclicamente neutral, o acíclica, dejaría el balance estructural constante (o, en términos más generales, desvinculado de los ingresos transitorios). Una política fiscal contracíclica haría que el balance estructural se moviera con los ingresos transitorios, conduciendo así a la amplificación de las fluctuaciones del balance observado. Concretamente, cuando la política fiscal es contracíclica (implementada mediante la expansión del gasto y/o disminución de los impuestos), el balance estructural disminuirá cuando disminuyan los ingresos transitorios. El colapso en el balance observado durante 2008–9 en el Gráfico 5.1 no se debió sólo a factores autoreversibles de ingresos transitorios sino también a una reducción del balance estructural (Gráfico 5.2). En otras palabras, los países efectivamente respondieron con una política fiscal contracíclica.³

³ Esta medida subestima el poder de la política fiscal contracíclica en países con políticas crediticias activas a través de bancos públicos. Por ejemplo, en Brasil los bancos públicos fueron capitalizados en aproximadamente el 3% del PIB anual y sus créditos aumentaron en 50% en 2009, para convertirse en la principal fuente de créditos bancarios.

GRÁFICO • 5.1**Crecimiento del PIB, ingresos y balance primario**

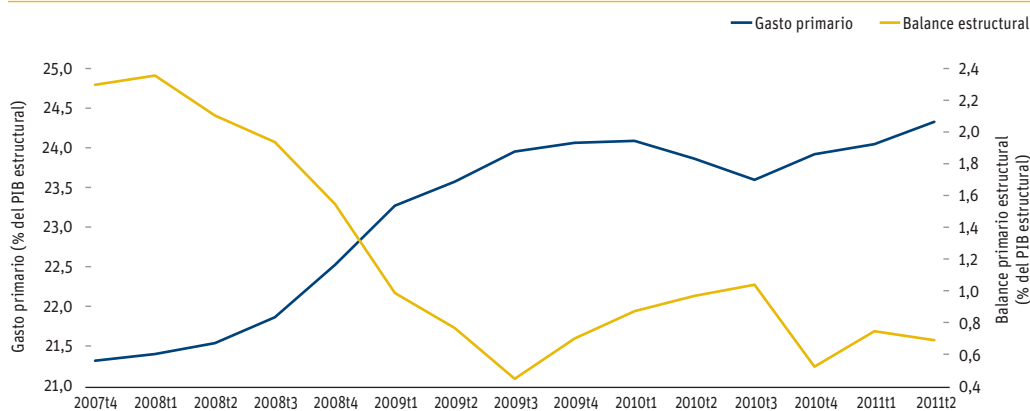
País típico de América Latina y el Caribe



Fuente: Latin Macro Watch, BID(2012) y cálculos de los autores.

GRÁFICO • 5.2**Gasto primario y balance primario estructural**

País típico de América Latina y el Caribe



Fuente: Latin Macro Watch y cálculos de los autores.

En el país típico, el balance estructural primario disminuyó en aproximadamente 1,6 puntos porcentuales del PIB estructural durante el bienio 2008–9. Esta disminución del balance estructural queda totalmente explicada por la expansión de los gastos fiscales primarios, en promedio de 2,1 puntos porcentuales del PIB (aunque hay variaciones entre los países, casi todos se situaron en terreno positivo). Además de la expansión del gasto, el resto de la respuesta contracíclica se explica por la evolución de los ingresos estructurales, que de hecho aumentaron en 0,5 puntos porcentuales en términos

netos. Hay un número de factores que subyacen a este aumento neto de los ingresos estructurales. Por un lado, se introdujo una reducción impositiva de aproximadamente 0,4 puntos porcentuales, también parte de la política fiscal contracíclica, lo cual añadido a la expansión del gasto correspondería a un paquete de estímulos de 2,5 puntos porcentuales. Sin embargo, por otro lado, los países exportadores de materias primas experimentaron un aumento considerable de los ingresos estructurales vinculados a las materias primas, lo cual más que compensó la reducción del balance estructural del país típico.

Esta última observación subyace al hecho de que los ingresos vinculados a las materias primas son muy importantes en la Región, y que esta dependencia conduce a una sustancial volatilidad y vulnerabilidad en las cuentas fiscales, así como a dificultades para estimar las variables estructurales. Como se ha señalado, a pesar de la crisis, en los países exportadores de materias primas, los ingresos estructurales de esta fuente de hecho aumentaron (en 2,2 puntos porcentuales en promedio) porque los precios estructurales de las materias primas relevantes aumentaron.⁴ Para ellos, las políticas de impuestos y gastos se adaptan a cambios exógenos en los precios estructurales de las materias primas a largo plazo con el fin de conseguir los objetivos fiscales. Para el típico país exportador de materias primas enfrentado a esta evolución positiva de los ingresos estructurales, el gasto aumentó en 3,5 puntos porcentuales y, sin embargo, el balance estructural disminuyó en sólo 0,5 puntos porcentuales. La gran incertidumbre en las proyecciones de precios exige cautela y un aumento prudente del balance estructural estimado hasta que las predicciones altas se consoliden; aún una reducción marginal es motivo de preocupación. Si los precios estructurales de las materias primas se hubieran mantenido al nivel de antes de la crisis, con todas las demás variables constantes, los balances estructurales habrían disminuido en 3,3 puntos porcentuales del PIB estructural.

¿Fue una política fiscal contracíclica robusta la política macroeconómica correcta para estimular la demanda en respuesta a la crisis? (es decir, ¿había “margen macroeconómico” para ello?) ¿Valió la pena el costo y el riesgo financiero para financiarla, ya sea endeudándose o recurriendo a las reservas en tiempos de iliquidez? (es decir, ¿había “margen financiero” para ello?) Es tentador responder “sí” porque el desempeño de la Región ante la Gran Recesión fue generalmente sólido, pero dado que hubo también otros factores impulsando la recuperación (como la demanda rápidamente creciente de materias primas de la Región desde las economías asiáticas en auge), la contribución del estímulo fiscal a la recuperación de la Región aún está por establecerse definitivamente. De la misma manera, el financiamiento resultó no ser un problema, pero podría haberlo sido si una contracción más persistente del crédito hubiese drenado las reservas

⁴ Como indicación, el precio promedio pronosticado para cinco años aumentó en 38% entre finales de 2007 y finales de 2009.

internacionales y disminuido el apoyo oficial.⁵ De todos modos, hay una gran satisfacción entre los responsables de las políticas a propósito del éxito de dichas políticas. Como mínimo, la experiencia demostró que es poco probable que la falta de margen macroeconómico o financiero sea un argumento de peso en contra de la política fiscal contracíclica, si llegara a necesitarse en circunstancias similares.⁶

...pero una lenta normalización presupuestaria posteriormente

Si bien había un margen macroeconómico y financiero, ¿había también un “margen fiscal” (es decir, ¿era posible que la carga fiscal se volviera demasiado costosa)? Si bien un paquete de estímulos financieros transitorios prudentemente financiado puede haber sido precisamente lo que se requería, existía el riesgo de que el aumento de los gastos se volviera permanente, sencillamente añadiendo a la carga fiscal con cada caída y, eventualmente, conduciendo a un ajuste fiscal costoso o a una restructuración de la deuda.

El ejercicio de la política fiscal contracíclica implica no sólo una expansión fiscal en las caídas, sino también —y de manera crítica— su revocación posterior y, eventualmente, una contracción fiscal en periodos de auge. De otra manera, la política fiscal sería sencillamente expansiva. Por lo tanto, es crucial analizar la posición fiscal después de 2009, cuando comenzó la recuperación. Hacia 2011, los ingresos transitorios eran casi neutros, lo cual supone una posición fiscal normal. Resulta preocupante que no haya señales de reducción del gasto cuando la recuperación empezó a afianzarse y que incluso aumentó ligeramente en 2011, según información preliminar (Gráfico 5.2). Además, teniendo en cuenta información más detallada, se observa que las expansiones en los programas sociales han sido típicamente más inflexibles (ver Recuadro 5.1).

Sin embargo, la verdadera prueba del mecanismo contracíclico es la evolución del balance estructural. Si hubiera características de la estructura fiscal que apoyaran un aumento del gasto de manera permanente, la persistencia del aumento del gasto seguiría siendo congruente con una posición fiscal sana. Uno de estos rasgos estructurales podría ser un aumento de los impuestos que excediera la reducción contracíclica de los impuestos en los paquetes de estímulos fiscales. En realidad, en el país típico se observó un aumento de los impuestos de aproximadamente 1 punto porcentual a partir de 2010. Esto es algo mayor que la anterior reducción de impuestos, pero sigue siendo largamente insuficiente para sostener el nuevo patrón de gastos. Al mismo tiempo, los ingresos estructurales vinculados a las materias primas se mantuvieron o disminuyeron ligeramente.

⁵ El apoyo oficial efectivamente existió y la contracción del crédito se resolvió rápidamente después de la cumbre del G20 en Londres, en abril de 2009 (Fernández-Arias 2011).

⁶ Con respecto a esto, la experiencia valida el análisis *ex ante* en Fernández-Arias y Montiel (2010) en relación con el margen macroeconómico y financiero.

Recuadro 5.1 Medidas de estímulos fiscales en América Latina y el Caribe

El conjunto de “paquetes de estímulo fiscal” recientemente implementado en los países de América Latina se puede dividir en tres grandes categorías (ver Cuadro en Apéndice H). En primer lugar, las medidas contracíclicas fueron adoptadas con el fin de sostener la demanda agregada. Éstas comprenden el recorte de impuestos, la inversión en infraestructura y otras medidas de apoyo al sector privado. En segundo lugar, se introdujo una serie de medidas de emergencia con el fin de apoyar la demanda laboral, como en el caso de los programas de empleo temporal. En tercer lugar, los programas de protección social existentes fueron ampliados con el fin de proteger los ingresos de los más susceptibles a deslizarse hacia la pobreza como consecuencia del deterioro económico.

Por ejemplo, el programa de transferencias monetarias condicionadas (CCT – Conditional Cash Transfers), Bolsa Familia de Brasil, ha ampliado la cobertura a 1,3 millones de familias adicionales y ha aumentado el valor de sus beneficios. De la misma manera, Colombia aumentó la cobertura de su programa CCT (Familias en Acción) a 1,5 millones de familias y aumentó los gastos en programas sociales en 42%. En México, el Programa de Empleo Temporal fue ampliado en un 40% por encima de lo que se había planificado, un programa de transferencias en especie nuevo fue lanzado teniendo como objetivo las comunidades rurales más pobres (Programa de Apoyo Alimentario), y el programa CCT (Oportunidades) amplió su cobertura a 1 millón de familias adicionales.

Si bien la gran mayoría de estímulos fiscales fueron recortados progresivamente hacia el final de 2010, el aumento en el gasto social siguió, en gran parte, vigente después de la crisis financiera global. Hay varias explicaciones posibles de este fenómeno. Una hipótesis es que el mecanismo de focalización propio de los programas sociales, altamente sesgado a favor de los pobres, podría haber jugado un rol clave. Es más probable que los votantes pobres renuncien a sus preferencias políticas a cambio de tener recursos públicos. De la misma manera, puede que tenga un mayor costo político recortar los esquemas de redistribución programática en comparación con las medidas fiscales que suelen afectar tanto a los segmentos ricos como pobres de la población.

En general, el balance estructural se estancó durante la fase de recuperación y, por lo tanto, estuvo lejos de ser normalizado a los niveles anteriores a la crisis (Gráfico 5.2).⁷

La Región está en peores condiciones para enfrentar otra caída

¿Disponen ahora los países de la Región de un margen similar para ejecutar una respuesta contracíclica si fuese necesario? En relación con la situación previa a la crisis, el margen financiero parece ser menos preocupante: a pesar del uso de reservas durante la crisis

⁷ El estancamiento del balance estructural después de la crisis es válido no sólo para el país típico de la Región sino para todos los grupos de países, incluyendo el país típico de ALC7 y la Región en su conjunto.

anterior, los países posteriormente acumularon reservas internacionales considerables.⁸ Si una política fiscal contracíclica es aconsejable, por lo tanto, es más una cuestión de “margen fiscal” que de “margen financiero”.

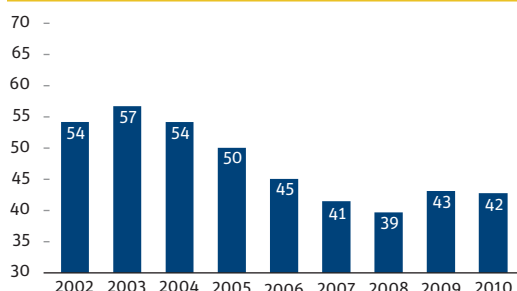
Sin embargo, puede que en algunos países los costos futuros de tomar prestado sean motivo de preocupación. Los mercados nacionales cautivos podrían ser insuficientes para apoyar deuda pública adicional. En términos más generales, un paquete fiscal expansivo que no cuadra con una regla creíble de desalancamiento en el futuro podría desatar un costoso aumento de las primas de riesgo en las tasas de interés de los bonos. Como resultado de los déficits fiscales en el periodo analizado, en varios países la deuda se ha acumulado más rápidamente que el crecimiento del PIB, lo cual ha empeorado las razones de deuda. Puede que la evolución de las estadísticas globales no revele las tendencias subyacentes en algunos países debido a la apreciación del tipo de cambio real, que disminuye el valor de la deuda en moneda extranjera en términos del PIB, pero éstas quedan claras cuando este cambio en la valoración (un efecto transitorio) es eliminado. Las razones de deuda estructural, calculadas como deuda estructural (ajustada por los cambios no estructurales en su valoración) como una fracción del PIB estructural, que es la medida relevante del peso de la deuda, dejaron de mejorar e incluso aumentaron ligeramente durante el periodo (Gráfico 5.3).

Además de las consecuencias sobre los costos de los préstamos en el futuro, los países podrían entender que es costoso emprender políticas fiscales expansivas porque ellas implican una carga fiscal en el futuro que pesará sobre la sostenibilidad fiscal, sobre todo si la debilidad económica se prolonga o si la expansión fiscal no se elimina inmediatamente después de la caída. Una senda fiscal insostenible eventualmente conlleva ya sea ajustes fiscales para conservar la solvencia, o un racionamiento del crédito/reestructuración de la deuda, que pueden ser costosos (y, en el caso de países que reciben créditos blandos, podrían llevar a una fatiga de la ayuda económica). Por este motivo, los países que se encuentran en una senda fiscal insostenible podrían carecer del “margen fiscal”

GRÁFICO • 5.3

Deuda pública estructural

País típico de América Latina y el Caribe



Fuente: Latin Macro Watch, BID (2012) y cálculos de los autores.

Nota: La deuda estructural se calcula como la deuda observada valorada a la tasa de cambio real promedio del período 1990–2010 dividida entre el PIB estructural.

⁸ En términos agregados, después de disminuir en aproximadamente 5%, el nivel de reservas es actualmente un 60% superior a los niveles anteriores a la crisis. Además, los mecanismos de la red de seguridad financiera internacional recientemente utilizados están ahora mejor lubricados, aunque puede que el poder y la disposición de los países desarrollados a proporcionar liquidez no sean los mismos.

necesario para justificar una expansión fiscal contracíclica.⁹ Este análisis calcula el balance estructural primario requerido para sostener la razón actual de deuda estructural/PIB en el largo plazo bajo un supuesto de crecimiento y de tasas de interés sostenibles. Cuanto más altas sean las tasas de interés proyectadas y más bajo el crecimiento proyectado, más alto será el balance estructural primario requerido para sostener la deuda inicial. La brecha entre el balance estructural fiscal requerido y el balance actual (el ajuste requerido) es un indicador del margen fiscal y, por lo tanto, del riesgo de adoptar políticas fiscales contracíclicas. Cuanto más grande la brecha, más probable será que una expansión fiscal pueda ser fiscalmente costosa (menos margen fiscal). La disposición de los países para llevar a cabo políticas contracíclicas se evalúa utilizando este marco.¹⁰ El balance estructural primario requerido para mantener el nivel actual de deuda estructural se calcula utilizando una proyección de crecimiento igual al promedio de las dos décadas anteriores, y una tasa de interés real prospectiva igual al promedio de la tasa de interés real pagada en la deuda pública a lo largo de los seis años anteriores.¹¹ (Sin duda estos supuestos son inadecuados para casos específicos y están sujetos a las salvedades usuales; este ejercicio está pensado como una ilustración).¹² Al comparar el margen fiscal hacia finales de 2010 con el margen fiscal previo a la crisis, hacia finales de 2007, se observa que la mayoría de los países se encuentra actualmente en peores condiciones (Cuadro 5.1).¹³ La principal explicación de este deterioro es la reducción generalizada en los balances estructurales primarios a lo largo del trienio. En efecto, de los 23 países de la muestra, sólo Barbados, Bolivia y Jamaica aumentaron su balance fiscal.

Sin embargo, la situación podría ser peor ahora que previamente a la crisis anterior, pero todavía ser buena, y viceversa.¹⁴ Con el fin de medir el margen fiscal actual, se

⁹ Esta restricción del “margen fiscal” también se aplica a las políticas parafiscales, tales como las políticas de crédito contracíclicas para proporcionar intermediación financiera a segmentos del sector privado marginados del flujo normal del crédito, como exportadores que se quedaron sin créditos comerciales otorgados por los bancos internacionales o pequeñas empresas desplazadas por las grandes corporaciones que se vuelven hacia el financiamiento de los bancos locales después de constatar que es difícil obtener financiamiento externo. En la medida en que estas políticas sólo implican intermediación, no hay déficit fiscal. Sin embargo, cualquier riesgo de repago equivaldría a una deuda contingente que, a su vez, sería un obstáculo para la solvencia fiscal.

¹⁰ Este análisis se basa en otro llevado a cabo por Fernández-Arias y Montiel (2011), que sostenía que en la crisis reciente había “margen fiscal” para las políticas fiscales contracíclicas.

¹¹ También hemos tenido en cuenta un segundo método en el que se obtuvo la tasa de interés real a partir de un modelo empírico que predice la tasa de interés sobre la base del nivel de deuda y de crecimiento del PIB (así como otras características específicas de cada país) basándose en la experiencia a lo largo del mismo periodo, obteniendo resultados similares.

¹² Para este análisis, pudimos ampliar la muestra a 23 países.

¹³ Peor quiere decir que el ajuste requerido es al menos un punto porcentual más alto, y mejor quiere decir que es al menos un punto porcentual más bajo.

¹⁴ Por ejemplo, Barbados y Jamaica mejoraron significativamente su situación, como se muestra en el Cuadro 5.1 (mediante la adopción de una contracción procíclica del gasto) si bien actualmente están entre los países con más restricciones, como muestra el Cuadro 5.2.

emplea el indicador del ajuste requerido hacia finales de 2010 para conformar tres categorías de países basándose en el margen disponible para una política fiscal contracíclica: aquellos países con margen “amplio”, “margen inter-medio” y margen “restringido”, como se muestra en el cuadro del Apéndice I. Una vez más, esta clasificación es sólo ilustrativa, porque aparte de la imprecisión de los datos y el modelo, el riesgo fiscal de la política contracíclica también depende de si la expansión será transitoria, lo cual, hasta cierto punto, es intangible. Los países que se pudieran comprometer convincentemente a breves expansiones fiscales serían capaces de contener los riesgos fiscales. Por otro lado, los países que dependen de los ingresos de los productos primarios podrían tener mayores riesgos fiscales debido a la incertidumbre sobre los precios de las materias primas en el futuro.

Sin embargo, ¿es el balance estructural actual un indicador fiable de la posición fiscal de los países en el futuro? Por un lado, puede que este estándar sea demasiado exigente si la falta de normalización de los estímulos fiscales se justifica en razón de una recuperación más lenta en algunos sectores o, sencillamente, cierta lentitud para actuar en una breve ventana de oportunidad. Un escenario optimista supondría que, con un poco más de tiempo, los países habrían vuelto a su balance estructural de 2007, previo a la crisis. El extremo opuesto (un caso pesimista) sería suponer que las medidas de estímulos fiscales conducirían a un similar deterioro adicional del balance estructural en el futuro, en cuyo caso la posición fiscal relevante para evaluar el margen fiscal sería un balance todavía más bajo.¹⁵ Estos dos escenarios

CUADRO • 5.1

Margen fiscal, situación relativa al 2007

| | |
|-----------------|----------------------|
| Superior | Barbados |
| | Bolivia |
| | Jamaica |
| | Uruguay |
| Similar | Argentina |
| | Belice |
| | Brasil |
| | Haití |
| | Honduras |
| | Venezuela |
| Inferior | Bahamas |
| | Chile |
| | Colombia |
| | Costa Rica |
| | Ecuador |
| | El Salvador |
| | Guatemala |
| | México |
| | Nicaragua |
| | Panamá |
| | Paraguay |
| | Perú |
| | República Dominicana |

Fuente: Latin Macro Watch, BID (2012) y cálculos de los autores.

¹⁵ Este balance teórico sería igual al actual menos el deterioro observado en el periodo reciente. En los tres países en los que el balance fiscal no se deterioró (Barbados, Bolivia y Jamaica), los escenarios extremos replican el escenario central.

extremos muestran que el impacto de las políticas del pasado sobre la credibilidad es importante para la eficacia de las políticas actuales: en el primer escenario optimista, más países tienen margen fiscal amplio mientras que, en el segundo, el escenario pesimista, más países se encuentran en la categoría restringida (cuadro del Apéndice I). El verdadero escenario podría encontrarse en algún punto intermedio, quizá cerca del escenario central, dependiendo de hasta qué punto se podría esperar que la posición fiscal se normalizara hasta alcanzar niveles anteriores a la crisis sin mayor retraso.

Todavía hay oportunidades para las políticas: cómo sacar el mejor partido de la situación

La cuestión importante abordada en este capítulo es si algunas economías en la Región han realmente evolucionado hasta el punto en que una posición fiscal contracíclica es apropiada *ex ante* frente a una crisis severa. Después de dos décadas de reformas, ¿permiten actualmente las instituciones y circunstancias macroeconómicas que la Región opte resueltamente por mantener la estabilidad macroeconómica como respuesta a las perturbaciones negativas, en vez de restringirse por falta de financiamiento o de ser cautelosa para mantener la confianza del mercado? A partir del análisis presentado, los siguientes son algunos elementos de la respuesta:

1. Con un crecimiento que ya empieza a desacelerarse y la amenaza de riesgos, sería inapropiado eliminar de raíz los estímulos fiscales aún vigentes. Más que centrarse en la normalización fiscal acelerada, la pregunta más relevante para las políticas, actualmente, es cómo abordar el escenario de línea de referencia y el riesgo de los escenarios negativos detallados en el Capítulo 2.
2. Basándose en la experiencia reciente, los países con margen fiscal harían bien en contemplar la adopción de paquetes de estímulos fiscales, aprovechando el margen macroeconómico y financiero disponible. Los paquetes eficaces se diseñan aprovechando el margen macroeconómico y maximizando sus efectos multiplicadores sobre la actividad económica; sólo los paquetes muy eficaces pueden justificar el uso de un margen fiscal.
3. Es importante señalar que los paquetes deberían ser diseñados *ex ante* para ser fácilmente reversibles y deberían retirarse cuando corresponde. Los seguros de desempleo, el gasto social con cláusulas de expiración y el mantenimiento adelantado de infraestructuras son más fácilmente revocables que un aumento en las transferencias básicas o el inicio de grandes proyectos de infraestructura que no están previstos. La credibilidad de la política fiscal contracíclica ha sido, hasta cierto punto, dañada por no haber desmantelado el estímulo una vez que cesó la crisis reciente y, como consecuencia, el margen fiscal se ha

reducido. Dado que no se puede reescribir la historia, lo más adecuado parece ser la reparación de la credibilidad en el futuro, siendo estricto cuando se debe eliminar el estímulo y ahorrando los ingresos transitorios en tiempos de auge.

4. Además, una reforma fiscal institucional para permitir una administración fiscal cíclica prudente y creíble sobre una base estructural, por ejemplo, creando consejos fiscales independientes para apoyar la elaboración de presupuestos fiscales estructurales, sería una política complementaria clave para ampliar el margen fiscal actualmente disponible.

CAPÍTULO 6

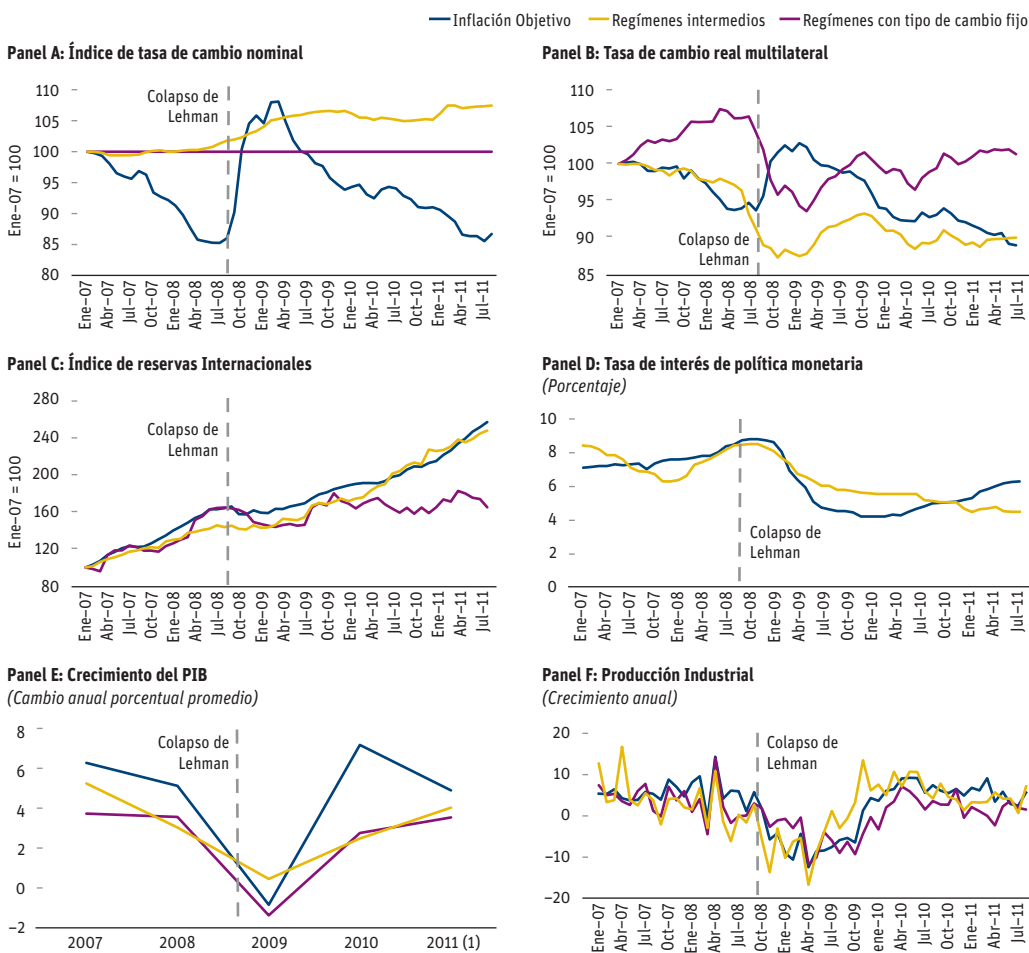
Política monetaria: regímenes y retos

Los países de América Latina y el Caribe tienen un conjunto diverso de regímenes monetarios y de tipo de cambio que fueron puestos a prueba tanto por la crisis financiera global de 2008 como por el periodo posterior de reanudación de entradas de capital. ¿Cómo se desenvolvieron los países con enfoques de política monetaria diferentes durante estas experiencias y cuáles son las lecciones aprendidas? ¿Qué políticas complementarias adoptaron? ¿Qué retos enfrentaron y cómo se encuentran posicionados para hacer frente a los riesgos identificados en este informe? En este capítulo se abordarán algunas de estas preguntas a través de los prismas de los diversos marcos de política monetaria y de tipo de cambio.

Para los objetivos de este capítulo, los países de la Región se dividen en tres grupos, según una típica clasificación de regímenes: i) regímenes de inflación objetivo, ii) regímenes que fijan el tipo de cambio y iii) regímenes intermedios. El espíritu del análisis es analizar estos grupos de países, describir sus experiencias y extraer lecciones comunes. Argentina y Venezuela no están incluidos dado que no encajan adecuadamente en ninguna de estas tres categorías. Los regímenes de inflación objetivo permitieron que el tipo de cambio real y nominal se depreciara al máximo durante la reciente crisis, lo cual se vio seguido por una apreciación real considerable, como se muestra en el Gráfico 6.1. Sin embargo, al mismo tiempo, este grupo es el que más reservas internacionales acumuló, lo cual indica una esterilización considerable de las entradas de capital. Los países con regímenes intermedios permitieron una depreciación moderada del tipo de cambio nominal durante la crisis, pero esto no fue suficiente para impedir una apreciación del tipo de cambio real. De la misma manera, la depreciación posterior no fue suficiente para restablecer la competitividad, según esta medida. Los países que fijan el tipo de cambio también experimentaron una apreciación real a lo largo de la crisis (aunque menos que aquellos con una flotación controlada) y una depreciación posterior para volver progresivamente al tipo de cambio real de niveles aproximados a los anteriores a la crisis. Las tasas de interés de algunos bancos centrales, de hecho, tendieron a aumentar al comienzo de la crisis, pero tanto los países con inflación objetivo como los de flotación controlada, posteriormente, comenzaron a bajar las tasas. Los países con

GRÁFICO • 6.1

Desempeño económico de Latinoamérica y el Caribe durante y posterior a Lehman



Fuente: Latin Macro Watch, BID (2011) y Consensus Estimate (2011).

Nota: Inflación objetivo: Brasil, Colombia, Chile, Guatemala, México, Paraguay, Perú, Uruguay. Regímenes con tipo de cambio fijo: Bahamas, Barbados, Belice, Ecuador, El Salvador, Panamá. Regímenes intermedios: Bolivia, Costa Rica, República Dominicana, Guyana, Haití, Honduras, Jamaica, Nicaragua, Surinam, Trinidad y Tobago.

inflación objetivo, subsiguientemente, comenzaron a adoptar una política monetaria más estricta a medida que aumentaban las entradas de capital, mientras que los países de régimen intermedio mantuvieron tasas de interés más bajas. En las secciones que siguen, se proporcionan más detalles sobre cada grupo y se extraen lecciones de política económica.

Los regímenes de inflación objetivo

Ocho países de la Región pertenecen a la clasificación de inflación objetivo durante el periodo de análisis.¹ Si bien la idea de controlar los precios o la inflación más que los tipos de cambio o el dinero tiene una larga historia (que se remonta al menos a Fisher y a Keynes), el moderno régimen de inflación objetivo tuvo como pioneros, en la práctica, a Nueva Zelanda en 1990, y Chile, que comenzó la transición a este régimen en 1991. El sistema ha sido actualmente adoptado por numerosos países, entre ellos Australia, Canadá, Suecia y el Reino Unido, así como por los demás países con inflación objetivo en América Latina.

La respuesta inmediata de este grupo a la crisis de Lehman no contempló una reducción de las tasas de interés de política monetaria y, en algunos casos, estas tasas incluso aumentaron. Sin embargo, al mismo tiempo, las políticas recurrieron a instrumentos directos para influir en la liquidez y en las condiciones del crédito, tales como la disminución de los requisitos de encajes y la oferta de liquidez sobre la base de definiciones más amplias del colateral. Sólo a comienzos de 2009, cuando estaban claros los verdaderos efectos de la crisis, los países que controlaban la inflación disminuyeron las tasas de interés de política monetaria.

Por ejemplo, en el caso de Brasil, el colapso de Lehman tuvo como resultado una interrupción súbita de las entradas de capital, lo que provocó una respuesta rápida del Banco Central de Brasil (BCB) para proporcionar liquidez de diversas maneras.² Se recurrió a la venta de dólares tanto en el mercado al contado como en las subastas de repos, y el BCB anunció la venta de hasta US\$50.000 millones en swaps de divisas. Sin embargo, la tasa de interés de referencia SELIC no fue bajada inmediatamente. Al contrario, la liquidez se logró mediante otros métodos, como la disminución de los requisitos de encajes. Además, el BCB cambió las regulaciones de las ventanillas de descuento para ampliar el vencimiento de los préstamos con descuento y ampliar la gama de garantías aceptables para tener acceso a los préstamos del BCB. La tasa SELIC sólo fue recortada hacia finales de enero de 2009. La fuerte recuperación de la economía brasileña en 2010 renovó las entradas de capital, y el aumento de los precios de los productos primarios planteó un reto bastante diferente para la política monetaria. La inflación llegó a alcanzar un 7,5% en el tercer trimestre de 2011, muy por encima de la tasa de inflación esperada de 4,5% más/menos 2%. La respuesta de política se

¹ Estos países son Brasil, Chile, Colombia, Guatemala, México, Paraguay, Perú y Uruguay. Debería señalarse que Guatemala también mantiene una banda cambiaria (como en los comienzos del régimen de inflación objetivo en Chile) y que la República Dominicana ha adoptado, recientemente, mecanismos de control de la inflación, pero que no disponía de ese sistema durante el periodo analizado aquí.

² La relación de las medidas de política monetaria del banco central se basan en Céspedes, Chang y Velazco (2012).

caracterizó por una serie de aumentos de la tasa SELIC y, una vez más, políticas no convencionales, como la compra de divisas, impuestos a las entradas de capital y aumentos de los requisitos de encaje.

La crisis global golpeó primero a Chile a través de una restricción del acceso al crédito externo y de una caída de los precios de los productos primarios, entre ellos el cobre. Como en el caso de Brasil, la tasa de interés no fue bajada hasta comienzos de 2009. Más bien, para proporcionar liquidez, las autoridades subastaron swaps en dólares y permitieron a las instituciones financieras utilizar moneda local, euros y yenes para completar las tenencias de reservas en moneda extranjera. La recuperación de la economía chilena comenzó en la segunda mitad de 2009 después de una severa reducción de la tasa de referencia del Banco Central y, en 2010, el crecimiento económico de hecho superó los pronósticos del Banco Central. Una apreciación significativa del tipo de cambio real siguió en la segunda mitad de 2010 —aproximadamente el 7% entre junio y diciembre. El Banco Central anunció un programa de acumulación de reservas internacionales, justificado por una percibida necesidad de fortalecer su posición de reservas internacionales.

En Perú, la tasa de interés de política aumentó después del colapso de Lehman, pero los requisitos de encajes se redujeron para potenciar la liquidez en el sistema financiero nacional. Estas medidas estuvieron complementadas con intervenciones en el mercado de divisas y, en varias ocasiones, estos requisitos aumentaron durante la fase de entradas de capital desde 2009 hasta 2011.³

El uso de instrumentos no convencionales o directos de política monetaria, además de la tasa de interés de referencia, parece haberse producido por dos motivos generales.⁴ En primer lugar, han sido utilizados como **complementarios** a la tasa de interés. Durante el periodo de fuertes entradas de capital, la tendencia consistía en aumentar las tasas pero también en esterilizar las entradas de capital, en poner requisitos más severos de encajes o de liquidez e imponer otras medidas a las entradas de capital. Una justificación es que, en estas circunstancias, la tasa de interés puede tener escaso efecto en la reducción de la demanda total, sobre todo dado que el aumento de las tasas de interés podría sencillamente atraer más entradas de capital. Una segunda justificación relacionada es que, en las economías de la Región, la política de tasa de interés podría afectar la demanda de manera relativamente lenta; el uso de medidas más directas podría acelerar la transmisión de la política monetaria.⁵

³ Ver Rossini *et al.* (2011) para un debate sobre el uso, en Perú, de la política de tasa de interés y otros instrumentos directos de la política monetaria ante los diferentes choques a la economía.

⁴ Ambos se abstraen del uso de dichos instrumentos por motivos prudenciales o de estabilidad financiera. Ver Benigno *et al.* (de próxima publicación) donde dichos motivos prudenciales se explican dentro del marco de un modelo teórico.

⁵ Ver, por ejemplo, Vargas Herrera *et al.* (2011).

En segundo lugar, no obstante, los instrumentos directos también pueden ser utilizados como **sustitutos** para la tasa de interés de las políticas, dependiendo del tipo de perturbación.⁶ Cuando se produjo la crisis de Lehman, los bancos centrales mantuvieron y, en algunos casos, incluso aumentaron la tasa de interés, debido a la brusca caída de las entradas de capital y, por lo tanto, de la oferta de dólares en el mercado de divisas. Sin embargo, al mismo tiempo, los requisitos de encajes o liquidez se relajaron o se emplearon otros métodos debido a la perturbación negativa que sufrió la liquidez en los sistemas financieros nacionales.⁷ Las tasas de interés sólo fueron bajadas más tarde.

Desde entonces, la tasa de interés de política ha subido, pero no se encuentra en el mismo nivel que antes de la crisis de Lehman. Hay menos margen de política monetaria que en 2007 para usar las tasas de interés. Por otro lado, las reservas internacionales actualmente son superiores. Si bien es posible que los países que controlan la inflación tengan menos margen para la política de tasas de interés, puede que estén en mejores condiciones para adoptar medidas directas para influir en la liquidez y el crédito en sus economías, suponiendo que esto se puede hacer manteniendo unas expectativas inflacionarias bien ancladas.

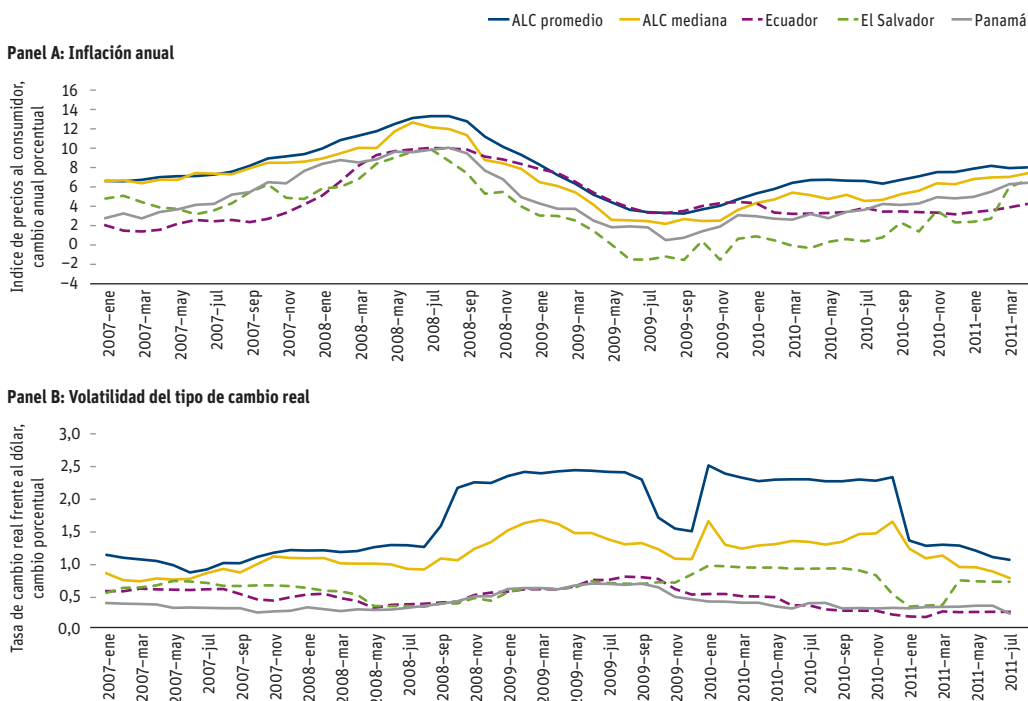
Uno de los desafíos para los países con inflación objetivo es elaborar una buena estrategia de comunicación para el uso de instrumentos directos e indirectos. Uno de los objetivos del esquema de inflación objetivo es una comunicación eficaz, de modo que los agentes del sector privado ayuden al banco central a alcanzar sus objetivos, en lugar de actuar en su contra. Para maximizar la credibilidad, los bancos centrales que transmitan una buena explicación de cómo utilizarán los instrumentos de que disponen con el fin de alcanzar sus objetivos serán los más eficaces. Puede que, en este sentido, sea conveniente tener un marco claro que destaque las circunstancias bajo las cuales se pueden utilizar los instrumentos directos de manera complementaria (para que la política monetaria sea más eficaz o para aumentar la velocidad de su transmisión) y cuándo dichos instrumentos pueden ser utilizados como sustitutos (dado el impacto de diferentes perturbaciones).

Los regímenes de tipo de cambio fijo

Un conjunto de países en la Región ha fijado los tipos de cambio, todos con el dólar de Estados Unidos como ancla, entre ellos las Bahamas, Barbados y Belice. Ecuador, El Salvador y Panamá son economías totalmente dolarizadas. Las diferencias básicas de

⁶ Esto podría considerarse una extensión del “problema de asignación de instrumentos”, según ha sido desarrollada por Poole (1970).

⁷ Ver Rossini *et al.* (2011) para un debate sobre el uso, en Perú, de las tasas de interés y de otros instrumentos, que hace referencia al uso de diferentes instrumentos para diferentes perturbaciones.

GRÁFICO • 6.2**Desempeño de la inflación: Países dolarizados versus América Latina y el Caribe**

Fuente: Latin Macro Watch, BID (2011).

tipo de cambio fijo vs. tipo de cambio flotante son bien conocidas.⁸ El problema principal es que el tipo de cambio nominal no puede ser utilizado como un amortiguador del impacto de las perturbaciones reales, mientras que el principal beneficio es que las perturbaciones monetarias no afectan a la economía a través de una volatilidad del tipo de cambio nominal “excesivo” y costoso. Además, si los activos nacionales y extranjeros son sustitutos perfectos, no sólo hay una falta de flexibilidad del tipo de cambio nominal para responder a las perturbaciones reales sino, esencialmente, no hay margen para adoptar una política monetaria doméstica.⁹ Sin embargo, en las economías emergentes donde la credibilidad de política monetaria plena no puede suponerse bajo otros regímenes, la existencia de tipos de cambio rígidos, o dolarización, podría traer recompensas en términos de tasas de interés más bajas y menos volátiles y una menor inflación (ver Gráfico 6.2).

⁸ Mundell (1960) subraya esta diferencia. También ver Lahiri, Singh y Végh (2007) para un análisis interesante que supone que los agentes están financieramente restringidos.

⁹ La bien conocida “trinidad imposible” supone que si el tipo de cambio es fijo y la cuenta de capital es completamente abierta (los activos nacionales y extranjeros son sustitutos perfectos), no hay margen para la política monetaria.

Ecuador y Panamá sufrieron algunas de las caídas de crecimiento más fuertes durante la crisis de 2008-9, desde tasas de crecimiento de 7,1% para Ecuador y 10,1% para Panamá en 2008, hasta 0,4% para Ecuador y 3,2% para Panamá en 2009. Sin embargo, ambas economías se recuperaron rápidamente en 2010, gracias a la recuperación de los precios del petróleo y del comercio externo, con un crecimiento cercano a sus promedios recientes de cerca de 8% y 4% respectivamente.

Barbados y las Bahamas tienen un régimen de tipo de cambio fijo, pero también mantienen controles de capital, desde hace tiempo, que introducen un diferencial entre los activos nacionales y extranjeros y, potencialmente, proporcionan algún margen, aunque limitado, para la política monetaria. Barbados utilizó este margen en forma significativa, cuando el Banco Central bajó las tasas de depósito mínimas de 5,25% a 4,75% en noviembre de 2007, y los volvió a bajar en abril y octubre de 2008 hasta llegar a 4%. El Banco Central también utilizó operaciones de mercado abierto, y compró títulos del tesoro en manos de los bancos para potenciar la liquidez del sistema financiero. Estas medidas fueron complementadas con una política fiscal. Sin embargo, cuando la crisis golpeó, el ratio deuda/PIB de Barbados ya era de más de 100%, lo cual limitaba el margen fiscal disponible para una respuesta contracíclica eficaz. Por otro lado, en las Bahamas, que habían disfrutado de un margen fiscal más amplio, se decidió no utilizar las tasas de interés como respuesta a la crisis de 2008, y se optó más bien por emplear diversos instrumentos fiscales para contrarrestar la crisis.

En resumen, si bien los países con tipo de cambio fijo pueden haber sufrido algo más que otros grupos durante la crisis, se beneficiaron de la sólida ancla nominal y mantuvieron una demanda de dinero y una inflación muy estable. El desafío para este grupo es intentar encontrar mecanismos adicionales para reducir el impacto de las perturbaciones externas. Los movimientos en el tipo de cambio nominal se pueden concebir como un mecanismo de coordinación para llevar a cabo cambios en precios y salarios en la economía. Las economías de tipo de cambio fijo podrían entonces beneficiarse de otros mecanismos para permitir una flexibilidad en precios y salarios. Además, los países con tipo de cambio fijo están típicamente muy dolarizados, y algunos de los países en esta categoría están totalmente dolarizados; casos estos en donde a las autoridades les conviene monitorear atentamente los sistemas financieros para asegurar una liquidez en dólares adecuada y altos estándares prudenciales para los bancos y otras instituciones financieras.¹⁰ Además, debido al alcance limitado de la política monetaria contracíclica para responder a las perturbaciones reales, un régimen de tipo de cambio fijo supone una carga adicional para la política fiscal. La mayoría de países de este grupo se encuentran actualmente en una posición peor que en la crisis

¹⁰ Esto se puede decir de todos los países, pero lo que importa aquí es que el banco central en una economía dolarizada no puede actuar como un prestamista de última instancia ilimitado en dólares.

de 2008 para responder con una política fiscal. Como se señala en el Capítulo 5, una alternativa frente a una perturbación negativa podría ser comprometerse con reglas fiscales a largo plazo mientras se aplazan los ajustes fiscales. Es probable que esto se pueda lograr más fácilmente con la ayuda de mecanismos de compromiso, tales como un programa de ajuste monitoreado externamente por una institución multilateral.¹¹

Los regímenes intermedios

El tercer grupo de países en este análisis comprende aquellos que dejaron flotar sus monedas pero con una intervención explícita y decidida en los mercados de divisas para “controlar” su esquema de flotación. Los países en este grupo se sitúan fundamentalmente en América Central y el Caribe.¹² Las economías en este grupo han conservado sus tipos de cambio nominales entre una banda relativamente estrecha, la inflación sigue estando fuertemente anclada y su crecimiento ha sido el menos volátil de todos los grupos (ver Gráfico 6.1).

Un desafío para las políticas en los países de esta categoría es administrar las compensaciones entre la inflación y el tipo de cambio nominal. Lora, Powell y Tavella (2011), por ejemplo, analizan la respuesta de los países a las perturbaciones en los precios de los productos primarios. Ellos encuentran que, mientras los países con inflación objetivo tendían a permitir que los tipos de cambio nominales se apreciaron y, por lo tanto, los precios en el mercado interno (sobre todo los precios de los alimentos) aumentaron menos, y los países con tipos de cambio fijos tenían un índice más alto de transmisión de los movimientos del tipo de cambio sobre el nivel de precios (*pass-through*), algunos países importadores de alimentos en la categoría de regímenes intermedios tenían algunos de los índices más altos de *pass-through*. Una hipótesis es que el intento de compensar los dos objetivos nominales provocaba una inflación más alta ante las perturbaciones, ya que el sector privado puede no ser capaz de anticipar plenamente la reacción de las autoridades monetarias. Esto subraya la necesidad de comunicar eficazmente tanto los objetivos de las políticas como la reacción de las autoridades ante diferentes perturbaciones.

Jamaica también se encuentra en esta categoría intermedia. Después de la crisis de Lehman, el Banco de Jamaica (BoJ) permitió por primera vez que el tipo de cambio se depreciara para apoyar el crecimiento (se produjo una depreciación de casi 10% en el último trimestre de 2008). Sin embargo, posteriormente, el BoJ intervino y aumentó

¹¹ La evidencia empírica es que la efectividad de los programas del FMI es muy superior en los acuerdos precautorios. (ver Mody and Rebucci, 2006)

¹² El grupo comprende a Costa Rica, Honduras y Nicaragua, en América Central, y Guyana, Haití, Jamaica, República Dominicana, Surinam y Trinidad y Tobago, que pueden ser considerados países caribeños. La excepción geográfica es Bolivia, que también se incluye en esta categoría.

los tipos de interés para asegurar la estabilidad del tipo de cambio. Además, el BoJ ofreció facilidades crediticias transitorias a las instituciones financieras nacionales. Aún así, el país entró en recesión. Debido al alto endeudamiento y otras vulnerabilidades domésticas, las tasas de interés se dispararon, lo cual llevó al Gobierno a reestructurar la deuda nacional y a buscar un acuerdo con el FMI. El desafío para Jamaica consiste en introducir reformas estructurales para estimular el crecimiento y reducir sus altos ratios de deuda, disminuyendo así el dominio fiscal y, a su vez, permitiendo que la política monetaria funcione más eficazmente.

Algunos países en este grupo también son exportadores de productos primarios, entre ellos Guyana, Surinam y Trinidad y Tobago. Cuando los ingresos por productos primarios benefician al sector público, una regla de ahorro para el gobierno en materia de divisas puede dictar el comportamiento del tipo de cambio o, en otras palabras, es posible que los países no puedan dejar el tipo de cambio verdaderamente flotante y, al mismo tiempo, implementar una regla de ahorro específica. Allí donde los ingresos de los productos primarios benefician al sector privado, el monto que el sector privado repatria de esos ingresos tendrá una gran influencia en el mercado de divisas.¹³ Uno de los retos es fortalecer las propiedades contracíclicas de las reglas fiscales (añadiendo o fortaleciendo los fondos de estabilización al conjunto de instrumentos) y considerar si es beneficioso permitir una mayor flexibilidad del tipo de cambio y, si es así, cómo alcanzar ese objetivo.¹⁴

Algunos países dentro de este grupo ven este régimen como transicional. Por ejemplo, Guatemala, incluida en este informe como país que controla la inflación, está viviendo una transición para salir de este régimen mientras sigue manteniendo bandas cambiarias, así como Chile vivió una transición hacia la inflación objetivo en los años noventa. República Dominicana adoptó también, muy recientemente, un régimen de inflación objetivo, aunque se incluye en este grupo dado que no era un país que se fijó metas de inflación durante la crisis de Lehman o inmediatamente después.

Conclusión

En América Latina y el Caribe conviven países con regímenes cambiarios y monetarios sumamente diversos. A pesar de esta heterogeneidad, la gran mayoría de países ha alcanzado índices estables de crecimiento monetario y ha tenido éxito conteniendo la

¹³ En el caso de las exportaciones de productos primarios de Guyana, estos se administran a través de un sistema de “juntas”. El Banco Central ha tenido éxito manteniendo la estabilidad del tipo de cambio con un sesgo a favor de un tipo de cambio y una acumulación de reservas más competitivos, a pesar de las fuertes perturbaciones externas.

¹⁴ Surinam es un ejemplo de un país exportador de productos primarios que se desplaza hacia una mayor flexibilidad del tipo de cambio.

inflación frente a las grandes perturbaciones externas. Entre los 24 países analizados en este capítulo, seis tenían tipos de cambio fijo o estaban dolarizados, ocho se enmarcaban dentro del régimen de inflación objetivo y 10 tenían regímenes intermedios. Los regímenes intermedios están haciendo una lenta transición hacia la inflación objetivo, con Guatemala ya enmarcada dentro de este régimen y República Dominicana haciendo la transición hacia éste. Debido a la heterogeneidad de las circunstancias, los países se enfrentan a una gran variedad de retos. Algunos países de régimen intermedio se enfrentan al reto del dominio fiscal y, por lo tanto, tienen escasa flexibilidad de la política monetaria, mientras otros son exportadores de productos primarios y deberían centrarse en encontrar reglas consistentes que permitan controlar tanto el riesgo de los precios de los productos primarios como la volatilidad del tipo de cambio. Los países de tipo de cambio fijo se enfrentan al desafío de asegurar que sus economías tengan sustitutos para la flexibilidad del tipo de cambio. Por último, los países con inflación objetivo podrían intentar potenciar la comunicación para permitir a la vez el uso eficiente de los instrumentos de políticas directas e indirectas.

CAPÍTULO 7

América Latina y su resistencia: un análisis de las hojas de balance

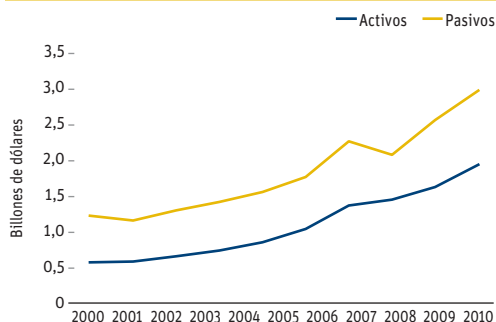
América Latina y el Caribe, una región de economías relativamente pequeñas y abiertas, ha sido sacudida por severas perturbaciones económicas externas. La vulnerabilidad de un país ante tales perturbaciones está, en parte, determinada por sus balances externos. La literatura económica ha discutido ampliamente sobre los efectos de hoja de balance en las economías emergentes, especialmente en relación a la dolarización, y en las economías industrializadas a lo largo de la reciente crisis económica. Sin embargo, ha habido escasos análisis exhaustivos de este tema sobre América Latina y el Caribe.¹ En este capítulo, se analizan los cambios en las hojas de balance de la Región en su conjunto y de los países de la Región, clasificándolos entre exportadores de productos primarios e importadores de productos primarios.

Las hojas de balance de América Latina: una visión general

Al sumar los activos y pasivos externos totales de 15 países de América Latina, se observa que la Región es deudora neta con el resto del mundo. Esto no es sorprendente, dado que la Región tiene índices de crecimiento más altos que los países exportadores de capital y se encuentra en un proceso de convergencia hacia niveles de ingresos más altos (ver Gráfico 7.1). Tanto los activos como los pasivos externos brutos medidos en dólares crecieron desde 2001 hasta 2010 y ahora se encuentran en casi US\$2 billones y aproximadamente US\$3 billones, respectivamente. Una vez más, esto se puede considerar natural ya que la Región está cada vez más integrada con el resto del mundo. Sin embargo, la situación es más compleja de lo que sugieren estas cifras. Por ejemplo, los pasivos de la Región (como porcentaje del PIB ajustado por el ciclo) disminuyeron a un mínimo en 2006 y sólo posteriormente los activos y pasivos brutos volvieron a crecer juntos (ver Gráfico 7.2).

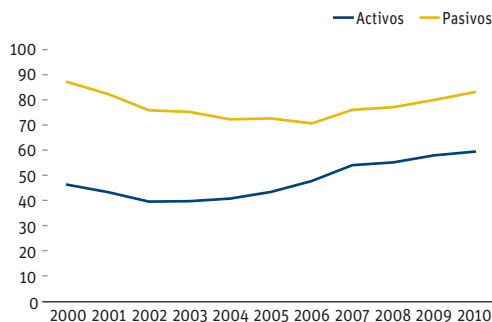
Al separar la Región entre países exportadores de productos primarios e importadores de productos primarios, el cuadro se vuelve algo más claro. Antes de la Gran Recesión, los exportadores latinoamericanos utilizaban los ingresos del exterior para

¹ Ver Lane y Milesi-Ferretti (2000) sobre el análisis de los balances externos.

GRÁFICO • 7.1**Activos y pasivos externos de América Latina y el Caribe**

Fuente: Estadísticas financieras internacionales (IFS), FMI (2012)

Nota: América Latina y el Caribe incluye a: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, República Dominicana, Ecuador, El Salvador, México, Panamá, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela.

GRÁFICO • 7.2**Activos y pasivos externos de América Latina y el Caribe (porcentaje del PIB ajustado)**

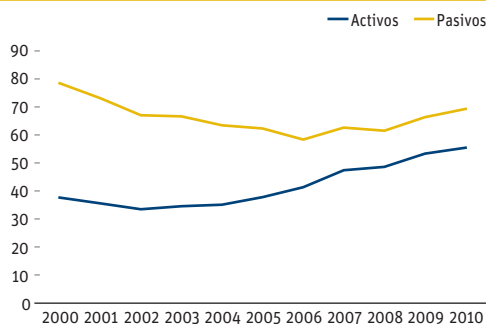
Fuente: Estadísticas financieras internacionales (IFS), FMI (2012) y Latin Macro Watch, BID (2012)

Nota: América Latina y el Caribe incluye a: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, República Dominicana, Ecuador, El Salvador, México, Panamá, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela.

disminuir considerablemente sus pasivos brutos y netos en relación al tamaño de sus economías (ver Gráfico 7.3). Si bien los pasivos netos de este grupo equivalían a casi el 40% del PIB ajustado en 2001, se situaban justo por encima del 20% del PIB ajustado cuando se inició la crisis. Por otro lado, los pasivos brutos de los importadores de productos primarios aumentaron hasta alrededor de 120% del PIB y los pasivos netos hasta casi 48% del PIB antes de la Gran Recesión (ver Gráfico 7.4). Antes de la crisis,

GRÁFICO • 7.3**Activos y pasivos externos**

Exportadores de productos primarios (porcentaje del PIB ajustado)

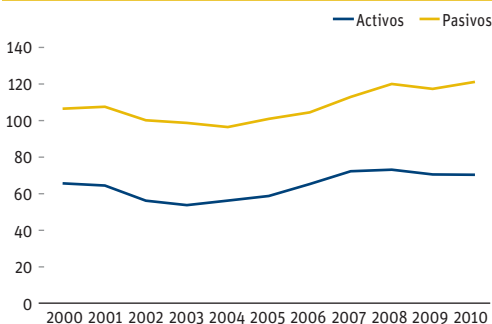


Fuente: Estadísticas financieras internacionales (IFS), FMI (2012) y Latin Macro Watch, BID (2012)

Nota: promedio simple entre países. Los países exportadores de productos primarios incluyen a: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, República Dominicana, Ecuador, El Salvador, México, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela.

GRÁFICO • 7.4**Activos y pasivos externos**

Importadores de productos primarios (porcentaje del PIB ajustado)



Fuente: Estadísticas financieras internacionales (IFS), FMI (2012) y Latin Macro Watch, BID (2012)

Nota: promedio simple entre países. Los países importadores de productos primarios incluyen a: Costa Rica, República Dominicana, El Salvador y Panamá.

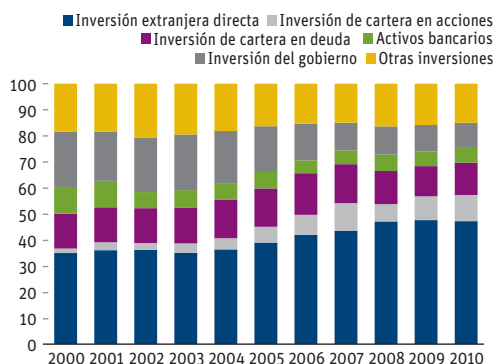
los exportadores de productos primarios redujeron su vulnerabilidad disminuyendo los pasivos brutos y aumentando los activos brutos; los importadores de productos primarios se encontraban en una posición algo más vulnerable según estas cifras globales. Sin embargo, como se señala en el Capítulo 4 sobre las entradas de capital, no todos los flujos de capital tienen el mismo efecto sobre la vulnerabilidad, en este sentido, la composición de los activos y pasivos también resulta importante.

Desde la Gran Recesión, la composición de las hojas de balance ha cambiado. Los exportadores de productos primarios han experimentado crecientes entradas de flujos de cartera (de acciones y deuda), de modo que el nivel de este tipo de pasivos equivale actualmente a aproximadamente el 16% del PIB. Aún así, los pasivos de las inversiones extranjeras directas representan una proporción importante del PIB equivalente a 32%. Mientras ha aumentado la participación de estos pasivos del sector privado, los pasivos externos públicos han caído bruscamente hasta sólo 6% del PIB. Por otro lado, para los importadores de productos primarios, los pasivos del sector público se han mantenido relativamente constantes, alrededor de 11% del PIB, mientras que los pasivos de las inversiones extranjeras directas se han aumentado hasta casi el 50% del PIB. El nivel de pasivos de las inversiones extranjeras directas en dólares ha crecido más que cuatro veces a lo largo del periodo en Costa Rica y más de tres veces en Panamá. Sin embargo, los pasivos bancarios y de inversión de cartera en acciones siguen siendo sumamente altos entre los importadores de productos primarios —aproximadamente 32% y 14% del PIB, respectivamente (ver Gráficos 7.5 y 7.6).

GRÁFICO 7.5

Pasivos externos

Exportadores de productos primarios (*participaciones porcentuales*)



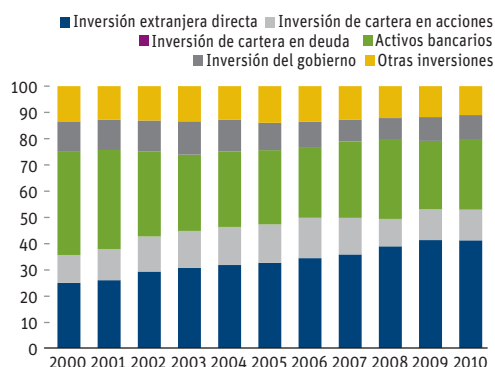
Fuente: Estadísticas financieras internacionales (IFS), FMI (2012) y Latin Macro Watch, BID (2011)

Nota: promedio simple entre países. Los países exportadores de productos primarios incluyen a: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, República Dominicana, Ecuador, El Salvador, México, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela.

GRÁFICO 7.6

Pasivos externos

Importadores de productos primarios (*participaciones porcentuales*)

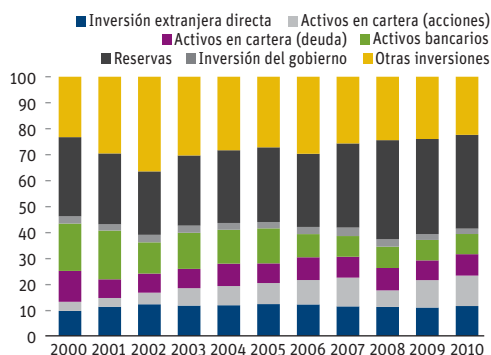


Fuente: Estadísticas financieras internacionales (IFS), FMI (2012) y Latin Macro Watch, BID (2011)

Nota: promedio simple entre países. Los países importadores de productos primarios incluyen a: Costa Rica, República Dominicana, El Salvador y Panamá.

GRÁFICO 7.7**Activos externos**

Exportadores de productos primarios (*participaciones porcentuales*)

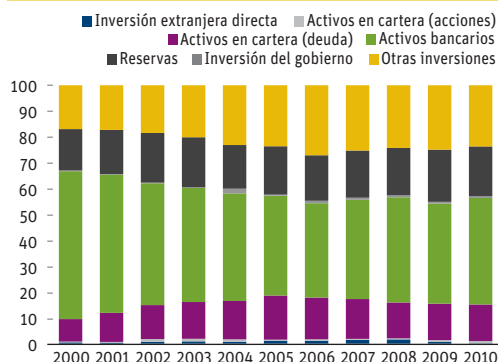


Fuente: Estadísticas financieras internacionales (IFS), FMI (2012) y Latin Macro Watch, BID (2011)

Nota: promedio simple entre países. Los países exportadores de productos primarios incluyen a: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, República Dominicana, Ecuador, El Salvador, México, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela.

GRÁFICO 7.8**Activos externos**

Importadores de productos primarios (*participaciones porcentuales*)



Fuente: Estadísticas financieras internacionales (IFS), FMI (2012) y Latin Macro Watch, BID (2011)

Nota: promedio simple entre países. Los países importadores de productos primarios incluyen a: Costa Rica, República Dominicana, El Salvador y Panamá.

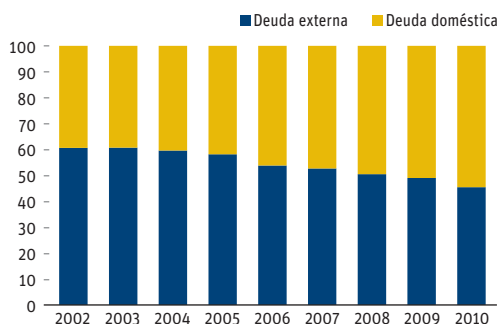
Con respecto a los activos, las reservas han aumentado hasta el 20% del PIB para los exportadores de productos primarios, pero sólo hasta un 14% del PIB para los importadores. Por otro lado, los importadores de productos primarios tienen una cantidad muy considerable de activos en los bancos (29% del PIB), como se muestra en los Gráficos 7.7 y 7.8.

Cambios en la deuda pública

Al mismo tiempo, se han producido cambios sustanciales en la deuda pública en la Región. Como se señala en el Capítulo 5, la deuda estructural ha disminuido desde los primeros años del decenio, pero se ha estabilizado en aproximadamente el 42% del PIB para el país típico de la Región.² El promedio simple de la deuda en relación con el PIB (medido según los tipos de cambio del mercado) es ligeramente inferior a un 37% del PIB en 23 países de América Latina y el Caribe. Sin embargo, la estructura y la composición de la deuda también han cambiado de manera significativa.

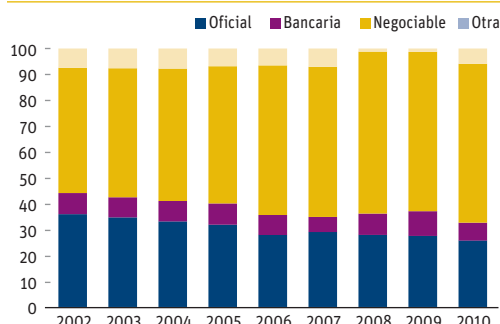
En coincidencia con las cifras de más arriba, las hojas de balance de América Latina y el Caribe señalan una reducción de la deuda pública externa y un aumento de la deuda emitida localmente (ver Gráfico 7.9). Esto es más importante si se considera

² La deuda se refiere a la deuda bruta del Gobierno Central. Un país típico se refiere a un promedio simple en toda la Región.

GRÁFICO • 7.9**Composición de la deuda por legislación**
(participaciones porcentuales)

Fuente: BID

Nota: promedio simple entre países.

GRÁFICO • 7.10**Composición de la deuda por acreedor**
(participaciones porcentuales)

Fuente: BID

Nota: promedio simple entre países.

un promedio ponderado en lugar de simple, lo cual demuestra que la deuda externa ha disminuido desde aproximadamente 50% en 2002 a aproximadamente 16% hacia el final de 2010, en gran medida, influida por Brasil y Argentina. Siguiendo una tendencia similar, la deuda en moneda local también está aumentando, desde aproximadamente 51% en 2007 a 57% en 2010, según un promedio simple. La Región también ha mejorado la estructura de vencimientos de la deuda, a pesar de que, a lo largo de los últimos años, la situación se ha vuelto más compleja. De hecho, desde 2007 hasta 2010, la deuda de largo plazo ha disminuido de 67% a 63% del total para el país promedio, como ha sucedido con la deuda de corto plazo (de 12% a 10%); por otro lado, la deuda a mediano plazo ha aumentado de 20% a 26%. Estos cambios en el vencimiento están estrechamente vinculados a los cambios en la composición de los acreedores. En 2002, casi el 36% de la deuda del país típico se debía a los acreedores oficiales. Hacia 2010, ésta había disminuido a 26%. A lo largo del mismo periodo, la deuda de mercado aumentó de 48% a 61% del total de la deuda del sector público (ver Gráfico 7.10).

Conclusiones

Los exportadores de productos primarios en la Región han reducido su vulnerabilidad externa recortando los pasivos brutos y netos antes de la Gran Recesión. Además, sus Gobiernos redujeron su vulnerabilidad al aumentar las reservas y reducir los pasivos públicos. Después de la crisis, la tendencia hacia la integración financiera se ha reanudado, por lo cual se observan aumentos en los pasivos de inversiones extranjeras directas pero también en los pasivos de inversión de cartera en acciones y en deuda. Por esta razón, podría estar aumentando la vulnerabilidad ante una nueva crisis. Las hojas de

balance externas de los importadores de productos primarios son bastante diferentes. Tienden a ser sustancialmente deudores netos, aunque una fracción importante de sus pasivos son inversiones extranjeras directas. Al mismo tiempo, la composición de la deuda del sector público ha cambiado. La deuda externa y la deuda denominada en moneda extranjera ha disminuido, la deuda emitida en el mercado ha aumentado y la deuda oficial ha disminuido. Esto señala que los países de la Región deberían tener un mayor acceso a créditos externos y a acreedores oficiales, si fuera necesario.

CAPÍTULO 8

La banca europea y América Latina y el Caribe

En el contexto de los actuales problemas económicos globales, una fuente adicional de vulnerabilidad potencial de América Latina y el Caribe es el rol de los bancos extranjeros en la Región y, particularmente, de los bancos europeos. Los bancos extranjeros controlan la mayoría de las cuotas de mercado en varios mercados financieros de América Latina¹, y son importantes a través de diversos mecanismos. Prestan directamente a la Región desde el exterior, son intermediarios de fondos a la Región, y participan en el desarrollo de préstamos sindicados, y en la colocación, suscripción (*underwriting*) y contratación (*trading*) de operaciones financieras, además de canalizar inversión extranjera directa y otros flujos de capital. Los bancos europeos parecen haber sido especialmente importantes en el mercado de crédito para financiación del comercio (*trade finance*) en la Región.² Además, los bancos de América Latina y el Caribe mantienen estrechas relaciones con bancos extranjeros, entre ellos bancos europeos, y se han integrado cada vez más a la banca internacional y al mercado financiero global.³ En este capítulo se analizan los vínculos entre los bancos europeos y América Latina y el Caribe y se evalúa la vulnerabilidad de la Región ante este particular canal de transmisión. El Apéndice K analiza la literatura sobre el rol de los bancos extranjeros en este aspecto.

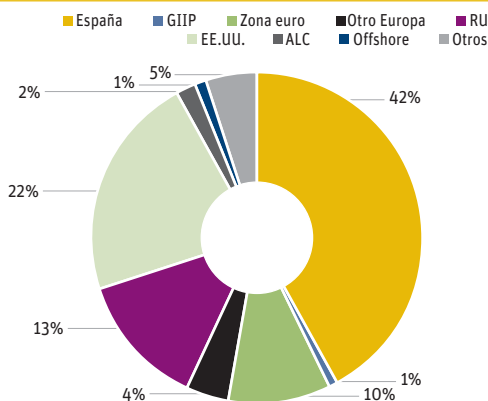
La composición del financiamiento de bancos extranjeros en América Latina y el Caribe

Si se considera los activos transfronterizos y locales de las filiales de bancos extranjeros en la Región a junio de 2011, la posición acreedora mundial sobre los países de América Latina y el Caribe (definida como los activos frente a la Región de bancos internacionales declarantes al BPI) equivalía a casi US\$1,2 billones, o más del 20% del

¹ Ver, por ejemplo, la base de datos sobre bancos extranjeros elaborada por Claessens y Van Horen (2012).

² Ver Chui *et al.* (2010).

³ Galindo *et al.* (2005).

GRÁFICO • 8.1**Total de activos externos de bancos extranjeros frente a la Región***(22 países)*

Fuente: Estadísticas bancarias consolidadas del BPI en base a prestatario inmediato, BPI (2012).

PIB de la Región. Como se muestra en el Gráfico 8.1, los bancos españoles son la fuente más importante de préstamos bancarios internacionales a la Región,⁴ con aproximadamente el 42% de los activos de bancos extranjeros frente a la Región. Los bancos de Estados Unidos y del Reino Unido también tienen una participación considerable en el total de préstamos a las economías de la Región. Los activos de bancos de estos dos países frente a la Región aumentaron sustancialmente en el año, al segundo trimestre de 2011, con índices de crecimiento de más de dos dígitos. Los bancos de Grecia, Italia, Irlanda y Portugal (GIIP) tienen relativamente escasa importancia para el conjunto

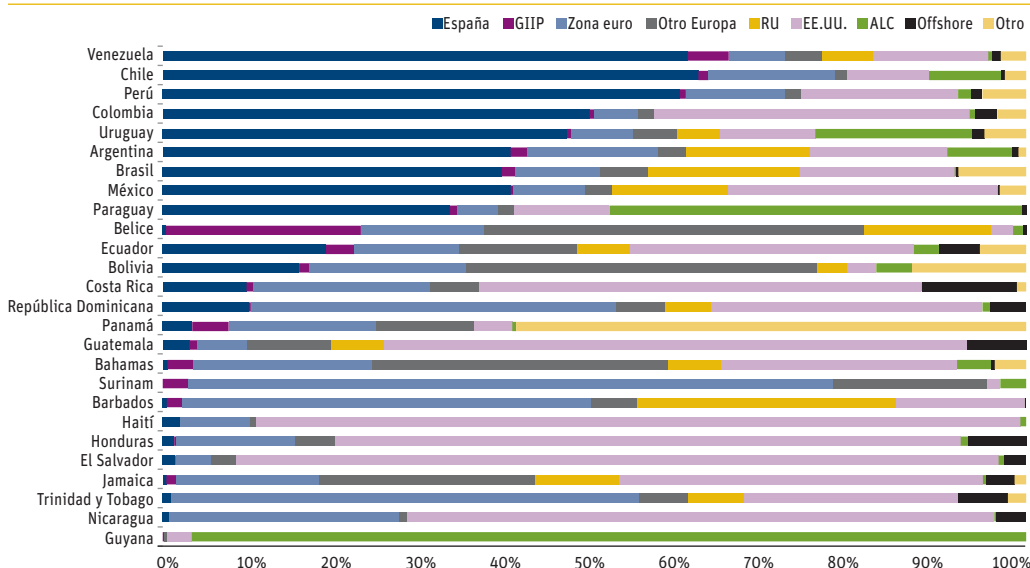
de la Región, e incluso disminuyeron su participación en 2011, posiblemente reflejando las tensiones en sus países de origen.

El total para la Región oculta una importante heterogeneidad. En América Central, los bancos de Estados Unidos tienden a tener la proporción más alta de activos de bancos extranjeros frente a la Región. En Bolivia, otros bancos de la zona euro (es decir, aquellos que no son ni españoles ni GIIP) tienen la participación más alta y, en el Caribe, los bancos de Estados Unidos y Canadá tienden a ser los más importantes (ver Gráfico 8.2). Sin embargo, los activos de bancos de España y GIIP frente a la Región equivalen a más del 40% del total de activos de bancos extranjeros frente a las economías más grandes de la región, incluyendo los casos de Brasil, México, Colombia, Argentina, Perú y Chile.⁵

Los datos disponibles señalan que la mayor parte de los préstamos internacionales está destinada al sector privado no financiero (50%) y al sector público (40%). Los

⁴ Los activos de bancos extranjeros frente a la Región reportados al BPI incluyen préstamos transfronterizos directos de parte de casas matrices y préstamos locales de las filiales de bancos extranjeros en todas las monedas. Esto incluye préstamos de bancos extranjeros a bancos del país anfitrión que no son sus filiales ni sucursales (tales como préstamos, líneas de crédito entre bancos y créditos relacionados con comercio exterior) y préstamos al sector no financiero y público. Estos activos también cubren flujos de cartera (por ejemplo, tenencias de títulos) y participación de capital en instituciones no relacionadas. Ver McGuire y Wooldridge (2005) para una explicación de las estadísticas bancarias del BPI.

⁵ El caso de Guyana, donde los bancos de América Latina tienen una importante presencia, es excepcional (sólo los bancos de Brasil, Chile y México declaran al BPI).

GRÁFICO • 8.2**Activos externos de bancos declarantes al BPI***(a finales de junio de 2011)*

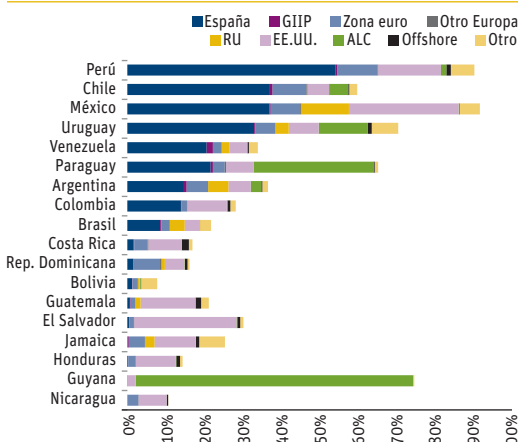
Fuente: Estadísticas bancarias consolidadas del BPI en base a prestatario inmediato, BPI (2012).

préstamos interbancarios transfronterizos son relativamente pequeños, y equivalen a sólo el 10% del total de préstamos, lo cual señala que los bancos de la Región no dependen en gran medida de préstamos interbancarios provenientes del exterior.⁶

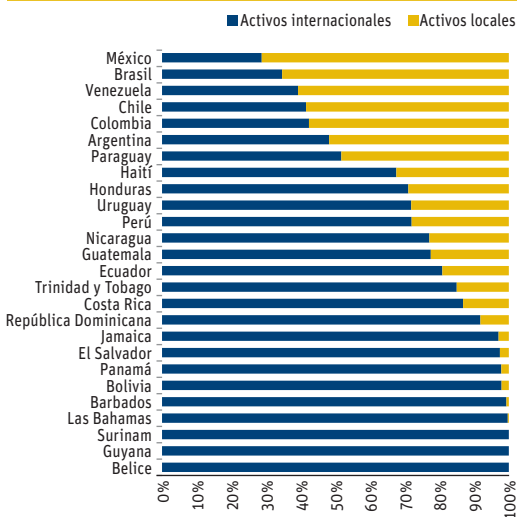
¿Son importantes los préstamos internacionales para ALC? Si así es, ¿de qué tipo?

El total de los activos externos de bancos extranjeros representa alrededor del 60% o más del total del crédito doméstico en Chile, Guyana, Paraguay y Uruguay, y más del 80% en México y Perú. En Brasil, la cifra es menor pero igualmente importante, con un 20%. Si se considera sólo los bancos españoles, los préstamos internacionales representan más del 30% del total del crédito doméstico en Chile, México y Uruguay (ver Gráfico 8.3).

⁶ Por ejemplo, en Brasil y México, los activos de bancos extranjeros frente a las empresas privadas no financieras representan más del 50% de los activos exteriores de los bancos españoles y otros bancos europeos. Según datos al segundo trimestre de 2011, los activos de bancos extranjeros frente al sector público representan alrededor de 40% del total de activos de bancos extranjeros. Kamil y Rai (2010) documentan un patrón similar en otros países de la región.

GRÁFICO • 8.3**Activos externos de bancos declarantes al BPI como porcentaje del crédito doméstico concedido por entidades bancarias***(a finales de junio de 2011)*

Fuente: Estadísticas bancarias consolidadas del BPI en base a prestatario inmediato, BPI (2012), y EFI, FMI (2012).

GRÁFICO • 8.4**Composición de los activos externos de bancos extranjeros frente a la Región***(a finales de junio de 2011)*

Fuente: Estadísticas bancarias consolidadas del BPI en base a prestatario inmediato, BPI (2012).

Sin embargo, distinguir entre préstamos internacionales puros (transfronterizos) y préstamos de las filiales locales es importante porque los préstamos financiados localmente tienden a ser más estables que los créditos transfronterizos (ver Apéndice K para más detalles). En Brasil, Colombia, Chile y México, la mayoría del total de los préstamos de los bancos extranjeros se otorga mediante filiales locales en moneda local. Al contrario, en América Central y el Caribe, los activos internacionales de los bancos extranjeros (los préstamos transfronterizos en cualquier moneda más los préstamos locales denominados en moneda extranjera) representan la mayor parte de los activos de los bancos extranjeros (ver Gráfico 8.4).⁷ Los activos transfronterizos (es decir, dejando de lado los préstamos locales en moneda local) equivalen a más del 20% del crédito interno en El Salvador, Jamaica, Guyana, Perú, Uruguay, Paraguay, Chile y México (ver Gráfico 8.5).⁸

⁷ Se debe señalar que las estadísticas bancarias consolidadas del BPI no permiten una separación entre los activos transfronterizos puros y los activos en moneda extranjera intermediados en los países anfitriones por las filiales de los bancos extranjeros. Los activos locales en moneda extranjera son particularmente importantes en países con alto grado de dolarización financiera, como Ecuador, El Salvador y Panamá, pero también son importantes en economías parcialmente dolarizadas, como Perú y Uruguay.

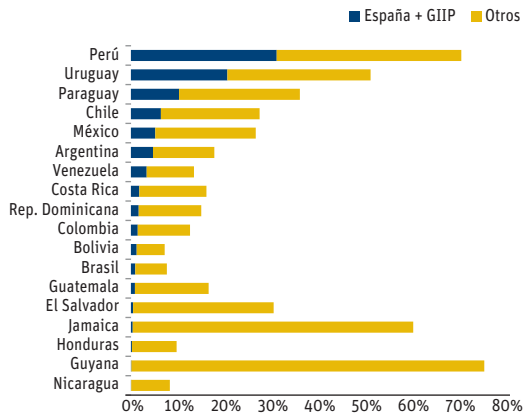
⁸ Obsérvese que los activos transfronterizos en este caso incluyen los activos de otros países de América Latina, que son particularmente importantes para Guyana y Paraguay.

Aunque los activos locales de bancos extranjeros denominados en moneda local pueden constituir una gran parte del total de los activos de bancos extranjeros, esto no significa que la Región es invulnerable. En primer lugar, la evidencia señala que tanto los préstamos locales como los créditos transfronterizos se ven afectados por la salud de las entidades matrices. Esto es natural si la matriz tiene que aumentar los coeficientes de capital sobre una base consolidada —aunque esté 100% financiada localmente. En segundo lugar, si los bancos se ven sometidos a una intensa presión en sus países de origen, puede que se vean tentados a reducir la liquidez en otros mercados. En tercer lugar, ya hay pruebas significativas de ventas de activos de entidades financieras europeas, revirtiendo así la tendencia en adquisiciones netas durante años recientes. Como se ha señalado más arriba, estas ventas pueden perturbar las relaciones con prestatarios y, si los fondos disponibles son limitados, provocar una baja en los precios de activos (ver Gráfico 8.6). Por último, ya hay evidencias de una restricción de las condiciones de crédito y, sobre todo, de una reducción brusca en el financiamiento del comercio a través de créditos sindicados, lo cual se analizará en la sección siguiente.⁹

GRÁFICO 8.5

Activos internacionales de bancos declarantes al BPI a finales de junio de 2011

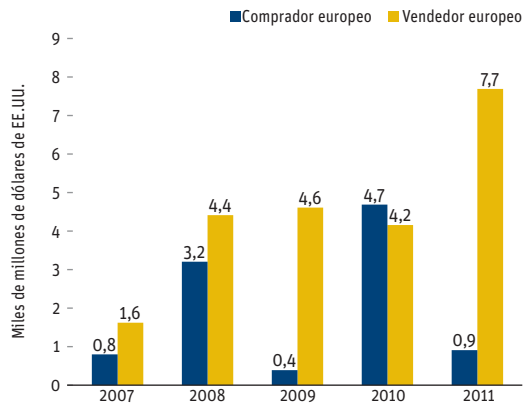
(como porcentaje del crédito doméstico concedido por entidades bancarias)



Fuente: Estadísticas bancarias consolidadas del BPI en base a prestatario inmediato, BPI (2012), y EFI, FMI (2012).

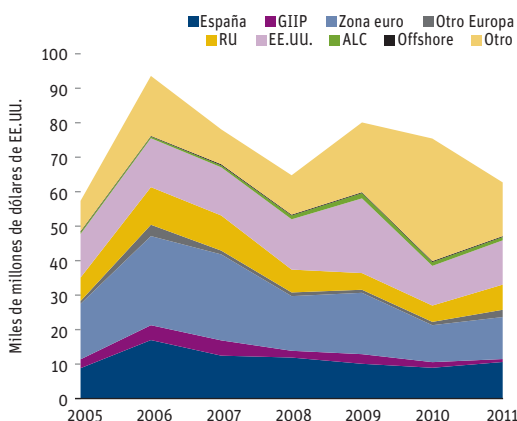
GRÁFICO 8.6

Fusiones y Adquisiciones de firmas del sector financiero cuando el país objetivo pertenece a la Región



Fuente: Fusiones y Adquisiciones, Bloomberg (2012).

⁹ El *Emerging Markets Bank Lending Conditions Survey*, del Instituto de Finanzas Internacionales, de enero de 2011, que incluye a 19 bancos de la Región, señala los efectos que se observan en Europa. El estudio señala que a lo largo del último trimestre de 2011, las condiciones bancarias se debilitaron sustancialmente en todo el mundo. La mayoría (74%) de los bancos reportó restricciones en el acceso

GRÁFICO • 8.7**Valor de préstamos sindicados otorgados por bancos internacionales a la Región**

Fuente: Loans Analytics, Dealogic (2012).

Las vulnerabilidades de los bancos europeos en la región: evidencias del mercado de préstamos sindicados

El mercado de préstamos sindicados creció hasta representar más de US\$93.000 millones de préstamos a América Latina y el Caribe en 2006. La crisis internacional tuvo un impacto importante en este mercado, y los préstamos sindicados disminuyeron hasta un mínimo de aproximadamente US\$78.000 millones en 2008. Desde entonces, el mercado no se ha recuperado (ver Gráfico 8.7). Aparte de ser una fuente importante de financia-

miento, hay evidencia de que el comportamiento del mercado de préstamos sindicados, cuyas cifras están disponibles periódicamente, es un buen predictor de movimientos en el mercado de préstamos bancarios en general.¹⁰

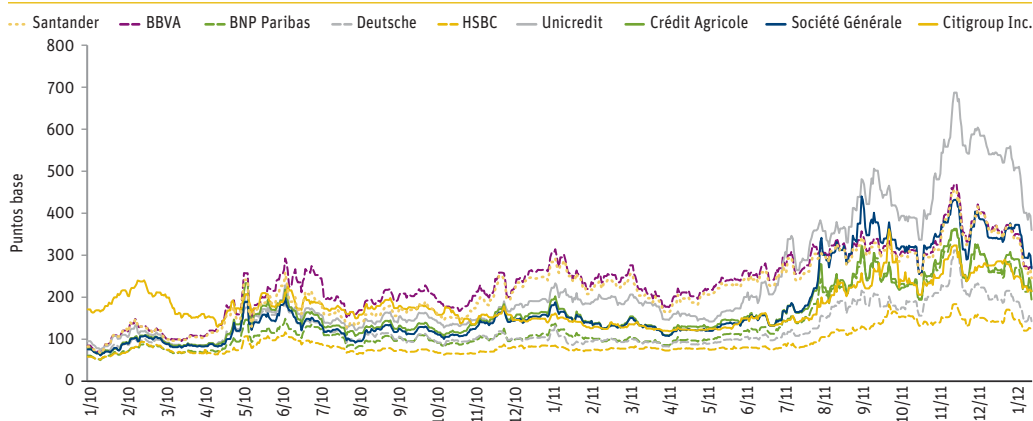
Tanto los bancos de la Zona euro como los no pertenecientes a la Zona euro son actores importantes en este mercado. En 2011, el 53% del total de los préstamos sindicados provino de bancos con sede en Europa (41% si se excluye al Reino Unido). Los bancos con sede en Estados Unidos también son actores importantes, y otorgaron el 20% de los préstamos sindicados ese mismo año. Es importante señalar que los bancos españoles y franceses han dominado el financiamiento sindicado del comercio en América Latina, con una cuota conjunta del mercado de más de 40% del total de los créditos para financiamiento al comercio (*trade finance*) con intermediación de bancos en 2011.¹¹

Prácticamente todos los bancos internacionales claves en el mercado de préstamos sindicados han visto sus CDS (*swap* de riesgo de incumplimiento de crédito, o *credit default swaps*) aumentar notablemente, sobre todo aquellos de la Zona euro, como se

al financiamiento internacional. Los bancos en la Región, por su parte, informaron de restricciones en la oferta de financiamiento del comercio.

¹⁰ Gadanez y Von Kleist (2002) sostienen que los préstamos sindicados predicen las estadísticas bancarias consolidadas reportadas por el BPI.

¹¹ Según el sexto *IMF/BAFT-IFSA Trade Finance Survey* (elaborado en agosto de 2011), el 47% del financiamiento del comercio en 2010–2011 fue intermediado por bancos, y el resto se dividió en partes iguales entre transacciones de cuenta corriente (*open account*) y pagos por adelantado.

GRÁFICO • 8.8**CDS (swap de riesgo de incumplimiento de crédito), bancos claves**

Fuente: Bloomberg (2012)

ilustra en el Gráfico 8.8.¹² Si bien los préstamos sindicados totales han seguido estables hasta ahora, se ha producido una brusca reducción en los préstamos sindicados para el financiamiento del comercio.¹³ El mercado cayó de US\$6.700 millones en la primera mitad de 2011 a sólo US\$5.800 millones en la segunda mitad del año (ver Gráfico 8.9). Además, la cuota de los bancos europeos en el mercado disminuyó considerablemente, sobre todo la de los bancos italianos y españoles, mientras la cuota de los bancos de Estados Unidos y de bancos de otras regiones aumentó.¹⁴

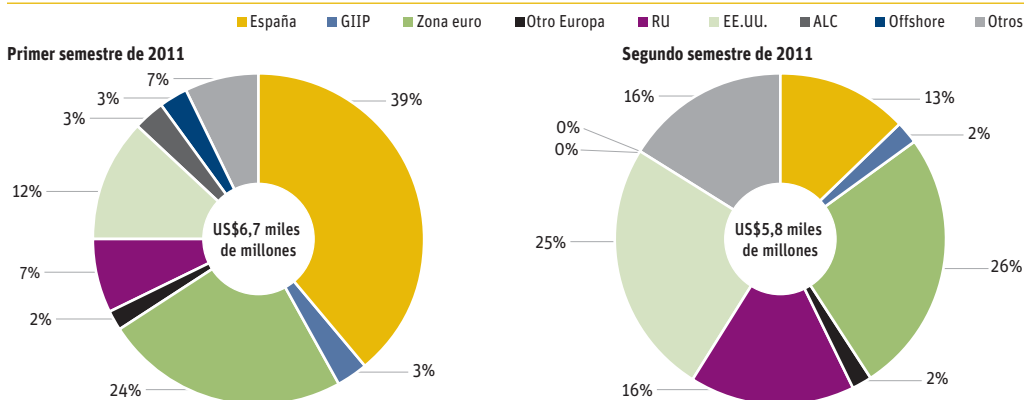
Si bien los préstamos sindicados para financiamiento al comercio han disminuido, también ha disminuido el propio comercio internacional, especialmente en las economías emergentes. Por otro lado, el Índice Báltico de Carga Seca (una medida del costo de la reserva de espacio en barcos de carga) se encuentra en niveles sólo vistos en los peores momentos de la crisis del 2008.¹⁵ Es probable que la contracción del crédito

¹² El gráfico muestra los CDS de la deuda principal para los bancos seleccionados reportados en el estudio de *Euromoney*, Trade Finance Survey, 2012, como los mejores proveedores de financiamiento del comercio en el mundo y en ALC. El gráfico también incluye los bancos importantes para el financiamiento del comercio por valor, según lo reportado por el financiamiento del comercio intermediado por bancos en Dealogic Loan Analytics.

¹³ Esto, en realidad, es bastante sorprendente, ya que Chui *et al.* (2010) reportan evidencia económica de que un aumento de los CDS de 100 puntos básicos provoca una disminución de la oferta de préstamos de 13% en el trimestre siguiente.

¹⁴ Otras regiones incluyen créditos de bancos en Asia, África, Australia y Canadá, así como préstamos de organizaciones internacionales.

¹⁵ El Índice Báltico de Carga Seca (anteriormente, Índice de Fletes del Báltico) es una combinación de los Índices Báltico Capesize, Panamax, Handysize, y Supramax. Este índice puede verse afectado por otros factores, tales como un gran aumento en la oferta de navíos.

GRÁFICO • 8.9**Origen de préstamos sindicados para el financiamiento del comercio otorgados a América Latina y el Caribe, 2011**

Fuente: Loans Analytics, Dealogic (2012).

en Europa afecte tanto a la demanda de intercambio comercial como a la oferta de financiamiento del comercio. Resulta difícil saber con seguridad si la principal causa detrás de la reducción en los préstamos de financiamiento al comercio es una caída en la oferta de financiamiento o una disminución en la demanda.

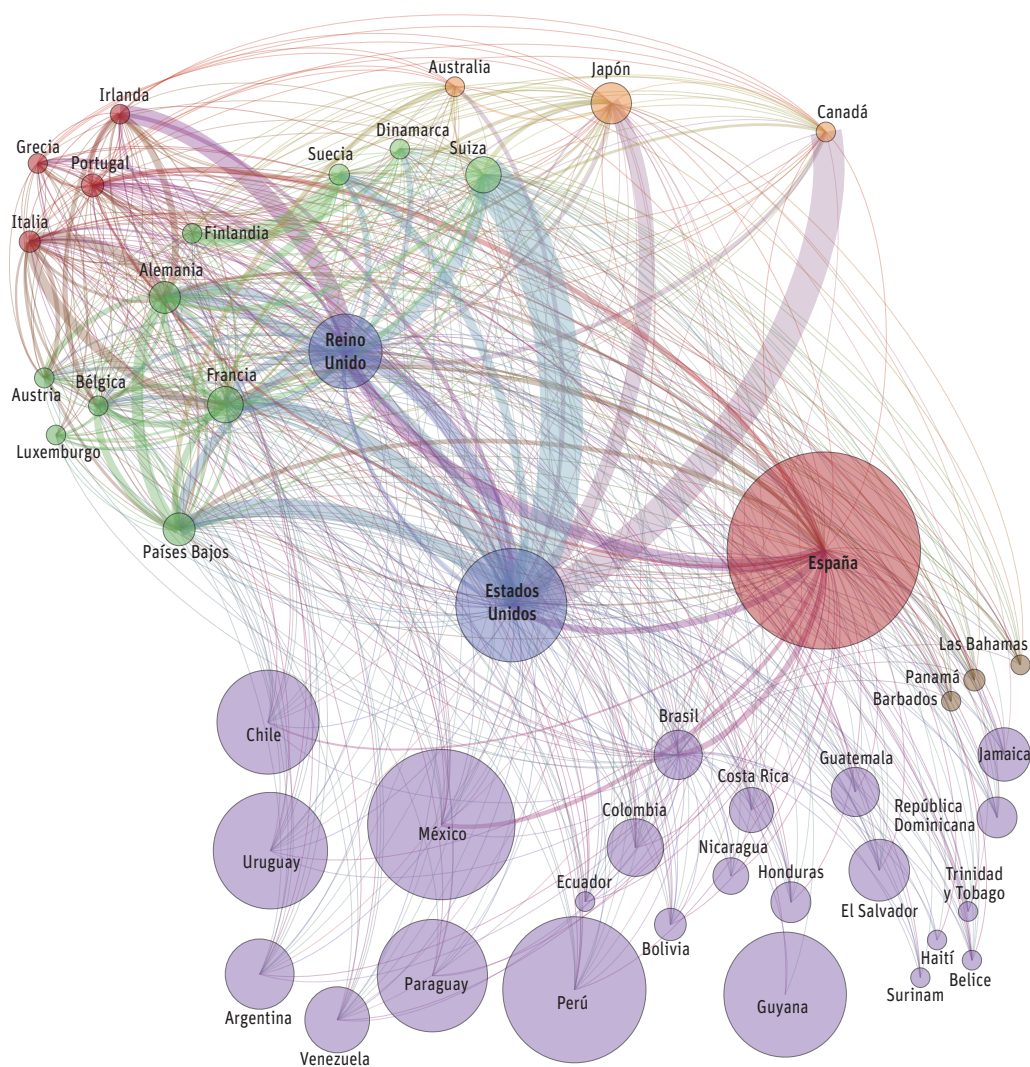
La exposición de la Región a la contracción global del crédito: un enfoque de redes

Los mercados financieros, incluyendo el mercado de la banca global, se han vuelto sumamente integrados, y una manera de pensar en esta integración es bajo la forma de una red. Las recientes investigaciones, sobre todo desde la reciente crisis internacional, se han centrado en la red bancaria global y han utilizado esta analogía para analizar vulnerabilidades. Haldane (2009), por ejemplo, sostiene que la red bancaria es a la vez robusta (ante la quiebra de un banco en la periferia de la red) pero también sumamente frágil si se produce una quiebra en su núcleo. América Latina se encuentra, en gran medida, en la periferia de la red bancaria global, pero tiene vínculos importantes con España, Reino Unido, Estados Unidos y otros países europeos (ver Gráfico 8.10).¹⁶

¹⁶ El gráfico se construyó utilizando las estadísticas bancarias consolidadas del BPI sobre activos bancarios frente al exterior, sobre una base de prestatario inmediato. El tamaño de los nodos fuera de la Región es proporcional a la participación en los activos de bancos extranjeros frente a la Región (excluyendo bancos en los centros financieros offshore del Caribe), lo cual ilustra cuáles son los prestamistas más importantes a la región. El tamaño de los nodos de los países en la Región es proporcional

GRÁFICO • 8.10

América Latina y el Caribe en la red bancaria global



Fuente: Estadísticas de activos bancarios externos fueron tomadas de las estadísticas bancarias consolidadas del BIP, conforme a finales de junio de 2011. Estadísticas de capital de los bancos fueron tomadas de los Indicadores de Solidez Financiera publicados por el FMI (ISF-FMI). Las cifras de capital de los bancos son las últimas disponibles y están definidas en términos de capital efectivo en dinero (*Tier 1 capital*), capital total requerido por regulación, y capital y reservas. Las últimas cifras disponibles para cada país son como siguen: Alemania (2011:T2), Austria (2011:T2), Estados Unidos (2011:Q1), Francia (2010:T4), Japón (2011:T1), Países Bajos (2010:T3), Suiza (2010:T4), y Reino Unido (2011:T2).

a la importancia de bancos extranjeros en el total del crédito doméstico, lo cual ilustra qué países son más dependientes de bancos extranjeros. El tamaño de la conexión entre el nodo i y el nodo j es proporcional al ratio de los activos de bancos del país i frente al país j sobre el capital de los bancos del país i , lo cual ilustra la exposición de los países a sus contrapartes.

Dado que el epicentro de la crisis actual se encuentra en los países en la periferia de la Zona euro, una preocupación natural se relaciona a los diversos vínculos con los bancos de esos países, como se ha señalado más arriba. Sin embargo, como se analiza en el Apéndice K, los efectos de prestamista común también pueden ser importantes. En otras palabras, puede que haya vulnerabilidades dado que la Región tiene vínculos con bancos de otros países expuestos a países de la periferia de Europa. Los activos de bancos de Alemania, Francia, Holanda, Suiza y Austria frente a los países de la periferia de Europa (Grecia, Italia, Irlanda, Portugal y España) representan más del 100% de su capital. Los activos de los bancos japoneses en el mismo grupo representan 16% de su capital, mientras que para los bancos del Reino Unido esta cifra es de 51%, y para los bancos de Estados Unidos de 13%. Sin embargo, las vulnerabilidades no se detienen aquí. Debido a las interconexiones en la red financiera internacional, puede que existan vulnerabilidades de bancos que han prestado a bancos que han prestado a la periferia de Europa, y así sucesivamente.

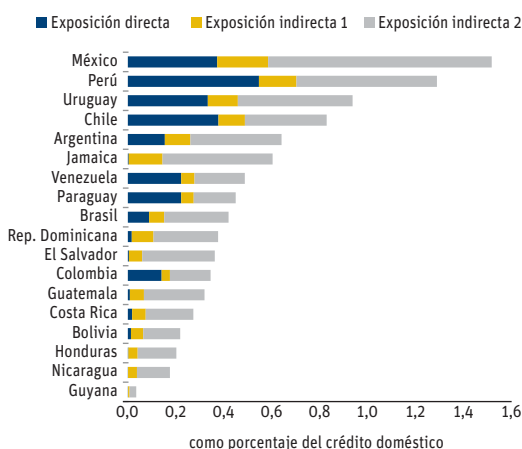
Una manera de medir la exposición de la Región a una contracción del crédito desatada por una crisis europea consiste en elaborar un indicador de exposición teniendo en cuenta las características de la red de préstamos bancarios internacionales. Abajo se presenta un índice con tres componentes: i) la exposición directa a una contracción del crédito desde los bancos de la periferia europea (aquí se incluye a España, Italia, Portugal, Irlanda y Grecia – SIPIG), normalizada por la importancia de estos activos frente al exterior en el total del crédito interno; ii) la exposición indirecta de bancos

no SIPIG expuestos a SIPIG (normalizada por el capital de esos sistemas bancarios); iii) la exposición indirecta de bancos no SIPIG expuestos a países que ya sufren una exposición a SIPIG (una vez más, normalizada por el capital de estos bancos). La metodología se detalla en el Apéndice J.

Resulta interesante señalar que, mientras Perú y Chile tienen la exposición directa más importante, México parece ser el más vulnerable cuando se mide por las exposiciones indirectas (ver Gráfico 8.11). Además, mientras otros países como Brasil parecen tener muy poca exposición directa a la periferia europea (aproximadamente el 5% del crédito interno), cuando se consideran

GRÁFICO 8.11

Exposición directa e indirecta a los bancos de SIPIG



Fuente: Estadísticas bancarias consolidadas del BPI en base a prestatario inmediato, BPI (2012); EFI, FMI (2012); ISF, FMI (2012); y cálculos de los autores.

Nota: Ver Apéndice J para la metodología

los vínculos indirectos, la exposición total aumenta considerablemente (hasta más del 40% del crédito doméstico, según esta medida).

Conclusión

América Latina y el Caribe están integrados al mercado financiero global, incluyendo la banca internacional. Además, las filiales de los bancos extranjeros son importantes en la Región, sobre todo las filiales de los bancos españoles y de otros bancos europeos. Los bancos extranjeros han aumentado la competencia y potenciado la eficiencia en los mercados financieros de la Región. Sin embargo, estos vínculos también plantean interrogantes en relación a las vulnerabilidades que las dificultades económicas de Europa puedan representar para la Región.

En el escenario de referencia descrito en el Capítulo 2, parece probable que la Región salga relativamente ilesa. En este escenario, Europa se enfrenta a sólo una recesión moderada y se supone que se recupera con bastante rapidez. Esto implica que el proceso de desapalancamiento de los bancos europeos podría estar a punto de llegar a su fin y que habrá menos presión en la disponibilidad de préstamos a la Región así como menos presión para vender más activos. Se esperaría, por lo tanto, que las tensiones en el financiamiento de los créditos comerciales también disminuyan a lo largo de 2012.

Sin embargo, si la situación en Europa empeora, cuesta creer que la Región saldrá ilesa con facilidad. En el escenario de una crisis en Europa, con futuras calificaciones a la baja de la deuda soberana, o con una caída del PIB de proporciones similares a las de la crisis de Lehman Brothers, los bancos europeos se verán sometidos a nuevas presiones. Si se mantienen altos objetivos de capital, el desapalancamiento será más persistente. Las consecuencias para la Región van más allá del ejercicio de modelación contemplado en el Capítulo 2.

¿Qué se puede hacer ante estos riesgos? Si la situación en Europa empeora, puede que a las autoridades de la Región les convenga monitorear la liquidez para asegurarse de que no hay perturbaciones en los mercados financieros locales. Además, las reglas de gobernanza empresarial pueden hacer énfasis en la gestión adecuada de los bancos nacionales, independientemente de sus estructuras de propiedad. Como se ha señalado, es probable que las ventas de activos se aceleren. Numerosas operaciones de este tipo requieren aprobaciones regulatorias, y es posible que se tarde un tiempo en encontrar compradores. Puede que a las autoridades de la Región también les convenga anticiparse a dichas iniciativas para asegurar que las instituciones afectadas se encuentran en una posición para vender activos sin problemas, si fuera necesario.

CAPÍTULO 9

Conclusiones y recomendaciones

En este informe se detallan las vías divergentes que podría tomar la economía mundial y sus efectos potenciales en América Latina y el Caribe. Los escenarios se construyen empleando un ejercicio de modelación que tiene en cuenta el comercio y los vínculos financieros entre la Región y el resto del mundo. Si bien las vulnerabilidades persisten y las perturbaciones externas han sido y siguen siendo críticas, la Región tiene un conjunto definido de puntos fuertes y ha desarrollado una creciente gama de instrumentos de política eficaces para manejar los retos macroeconómicos. A continuación se expone un balance de las vulnerabilidades y los puntos fuertes, seguido de una serie de recomendaciones para hacer frente a las vulnerabilidades y para fortalecer los instrumentos de política actuales.

Las vulnerabilidades

Debido a los elevados precios y a las reacciones positivas de la oferta, en los últimos tiempos la Región se ha vuelto más dependiente de los productos primarios. Si bien esto ha permitido aumentar los ingresos por exportaciones de los países productores, también presenta riesgos. Como se señaló en el Capítulo 5, los supuestos que se hagan sobre los precios estructurales de los productos primarios implican cambios importantes en los cálculos de déficit estructural. Concretamente, los precios de los metales son vulnerables ante un crecimiento más lento de China y ante una caída en la tasa de inversión en ese país. Puede que los precios de los cereales también disminuyan, a pesar de que los riesgos en este caso parecen estar más contenidos debido a cambios más permanentes en la estructura de la demanda china.

La región también es vulnerable por haber sido receptora de una gran afluencia de capitales. En alrededor de 50% de los casos las economías emergentes han sufrido ya sea una crisis bancaria o una recesión después de un aumento brusco de las entradas de capital. Debido al carácter del último auge de entradas de capital, sobre todo a la proporción de los flujos de cartera y bancarios, posiblemente hay riesgos latentes. Si la Región sufriera una perturbación negativa, el crecimiento y el aumento del crédito

seguramente disminuirían, y sólo cuando los balances de los bancos dejaran de crecer rápidamente se conocería todo el alcance de los efectos secundarios de la afluencia de capitales y del auge crediticio.

A pesar de que la política fiscal, quizá por primera vez en la historia reciente, fue utilizada eficazmente durante la reciente crisis económica global, algunas medidas de estímulo fiscal se han mantenido vigentes más allá de la crisis. Por lo tanto, han aumentado los déficits fiscales estructurales y podría haber disminuido la credibilidad fiscal. Aunque la deuda estructural disminuyó en los últimos decenios, en los últimos años se estabilizó alrededor del 42% del PIB. Por consiguiente, la Región está menos preparada que antes de la Gran Recesión para responder a una perturbación negativa con una política fiscal contracíclica. La gran mayoría de países en la Región (con regímenes monetarios y de tipo de cambio bastante diferentes) han mantenido un crecimiento estable del dinero y han sido capaces de contener la inflación a pesar de las fuertes perturbaciones exógenas. Está en aumento el número de países de la Región con regímenes de metas de inflación o en proceso de adoptarlo. Dichos países emplearon las tasas de interés de intervención y políticas directas (o no convencionales) de diversas maneras durante la crisis. Sin embargo, si hubiera una perturbación negativa de gran alcance, los países con regímenes de control de la inflación dispondrían sólo de una capacidad de maniobra limitada para recurrir a las políticas de tasa de interés. La región mantiene fuertes vínculos con los bancos internacionales y, especialmente, con los europeos. Si la crisis europea se agrava, podría ser una fuente de vulnerabilidad a través de canales directos o indirectos. Entre los canales directos se encuentran los créditos del exterior y la presencia de bancos europeos en la Región. Si bien la mayoría de estos bancos están totalmente financiada localmente, puede que el proceso de desapalancamiento en Europa tenga todavía impactos importantes, restringiendo potencialmente el capital y, por lo tanto, los préstamos. El desapalancamiento también ha promovido la venta de activos y —si los fondos para comprar activos son limitados o si las ventas suponen la ruptura de las relaciones— podría tener efectos perjudiciales. Además, si la crisis europea se agrava puede que surjan tensiones en la gobernanza empresarial de los bancos internacionales y entre supervisores de origen y anfitriones. Sin embargo, en algunos casos las exposiciones indirectas podrían ser incluso más importantes que aquellas que se dan a través de vínculos directos. La red de la banca internacional es compleja, y las exposiciones pueden ser el resultado no sólo de relaciones de préstamos directos sino también de relaciones con bancos que han prestado a los países o a las instituciones afectadas.

Puntos fuertes

Si bien los grandes flujos de entrada de capitales han aumentado los riesgos potenciales, la supervisión financiera en la Región ha mejorado y los países han empleado un

conjunto de instrumentos macroprudenciales que sin duda han disminuido el riesgo de una crisis. Además, el uso de esos instrumentos ha sido una experiencia de aprendizaje y las lecciones aprendidas serán útiles para la Región en el futuro.

Lo mismo se puede decir sobre la política fiscal. Si bien los déficits estructurales han aumentado, la implementación de estímulos fiscales contracíclicos ha sido un proceso de ensayo y error para la Región, y hay bastante diversidad entre países en la capacidad de maniobra fiscal restante para las acciones contracíclicas. La experiencia de la crisis anterior ayudará a la Región a adoptar las políticas más eficaces, dada la capacidad de maniobra más limitada.

Los balances financieros externos de América Latina y el Caribe han mejorado. Los pasivos netos han disminuido, sobre todo los de los exportadores de productos primarios, que incluyen a las economías más grandes de la Región. Aunque más recientemente han aumentado los pasivos de portafolio y de acciones, las reservas internacionales han aumentado. Además, la composición de la deuda del sector público ha cambiado. En general, hay una proporción más alta de deuda nacional emitida en moneda local y ha mejorado la estructura de los balances del sector público.

Por último, numerosos países en la Región han demostrado tener una mayor flexibilidad en el tipo de cambio, quizá en parte porque la credibilidad monetaria ha aumentado y la dolarización ha disminuido. Por otro lado, se cuenta actualmente con mayores saldos de reservas internacionales y un conjunto de políticas monetarias no convencionales como parte de los instrumentos para responder a perturbaciones negativas.

Recomendaciones de política

- En los países donde ha aumentado la importancia de los productos primarios como fuente de ingresos externos y fiscales, debería gestionarse en forma resuelta esta mayor dependencia. Es probable que los precios de los productos primarios disminuyan en la medida en que se reduzca el crecimiento de China y de la economía mundial, y es de esperarse que los precios de los metales disminuyan en una proporción mucho mayor que los de los cereales. Sin embargo, aún queda una incertidumbre importante en relación al futuro de los precios. Los países deberían pensar en cómo asegurarse de la mejor manera contra estos riesgos en el corto plazo, quizá empleando instrumentos de cobertura financiera, y en cómo adaptarse a precios más bajos en el mediano plazo.
- Un cierto número de importadores de productos primarios, la mayoría situados en América Central y el Caribe, se beneficiará de cualquier disminución de los precios de estos productos. Si bien serán muchos los que se vean menos afectados por los escenarios negativos descritos en este informe, si el epicentro de una futura crisis es Europa y no Estados Unidos, partirán de posiciones

más débiles. Además, varios países en esta categoría tienen una flexibilidad de tipo de cambio limitada o nula y disponen de una capacidad de maniobra fiscal restringida para responder con políticas contracíclicas. Ante una perturbación negativa, los países en esta posición deberían pensar en estímulos fiscales solo en la medida que se lo permita esa capacidad de maniobra, comprometiéndose a la vez a introducir reformas y ajustes fiscales en el futuro, y de ser posible potenciando la credibilidad de dicho plan a través de un acuerdo con el FMI. Algunos también deberían contemplar un acuerdo *ex ante*, siguiendo estos criterios, como seguro en caso de que se produzca un deterioro severo.

- De manera más general, varios países en la Región implementaron una política fiscal eficaz durante la Gran Recesión, aunque en algunos casos esas políticas no han sido derogadas durante la recuperación. En el evento de un nuevo deterioro, los países deberían contemplar la posibilidad de diseñar cuidadosamente paquetes de estímulos fiscales que garanticen que las medidas adoptadas puedan ser fácilmente revocadas cuando pase la perturbación.
- En la Región hay actualmente nueve países con regímenes de metas de inflación, entre ellos dos países en transición hacia ese régimen. Los países con regímenes de metas de inflación han utilizado las tasas de interés y, a la vez, instrumentos más directos de política monetaria. En ciertos momentos, estas políticas han sido adoptadas como sustitutos para responder de diferentes maneras a las perturbaciones; en ocasiones han sido utilizadas como complementos. Los instrumentos directos pueden agilizar el mecanismo de transmisión de la política monetaria o pueden conseguir que la política monetaria sea más eficaz. El régimen de metas de inflación se basa en parte en una comunicación eficaz con el sector privado, de manera que los actores incorporen las probables medidas de las políticas en sus expectativas, aumentando la credibilidad del ancla nominal adoptada. Sin embargo, esto sólo funciona si se entienden bien los objetivos y los instrumentos, así como los vínculos entre ambos. Podrían hacerse más esfuerzos para comunicar las respectivas circunstancias en que se utilizarán los instrumentos directos y las tasas de interés, y para explicar cómo su uso está en función de los objetivos de la autoridad monetaria.
- A pesar de que diversos países de la Región han experimentado una gran afluencia de capital y un fuerte crecimiento del crédito, al mismo tiempo se han fortalecido las medidas prudenciales, lo cual ha disminuido la probabilidad de que los riesgos latentes en los sistemas financieros se conviertan en problemas más graves. Esta experiencia subraya la importancia de adoptar fuertes medidas para contrarrestar las tendencias de expansión del crédito en tiempos de bonanza. Ahora bien, a medida que disminuye el crecimiento del crédito, convendría que monitoreen la calidad de las carteras de préstamos de

los bancos y otras instituciones financieras para poder actuar con rapidez en caso de que surjan problemas.

- La región es anfitriona de un conjunto de bancos internacionales que incluyen a instituciones europeas actualmente en proceso de desapalancamiento. Si bien estas instituciones son administradas en buena medida como subsidiarias independientes en la Región, es aconsejable elaborar reglas que refuercen la gobernanza empresarial adecuada de los bancos nacionales, independientemente de sus estructuras de propiedad. Puede que a las autoridades les convenga monitorear la liquidez para garantizar que no haya perturbaciones en los mercados locales si la situación se deteriora. Si bien los niveles actuales de capital parecen sanos, a medida que continúe el desapalancamiento podrían surgir restricciones crediticias y mayores ventas de activos. Dichas ventas requieren identificar a los compradores potenciales elegibles y la aprobación de numerosas medidas regulatorias. Es importante asegurar que estas transacciones produzcan sólo perturbaciones mínimas en las relaciones prestamista-prestatario. Las autoridades en la Región podrían considerar la adopción de medidas precautorias para identificar a compradores potenciales. Quizás convenga simplificar los procesos para aprobar las regulaciones e influir en la naturaleza de esas transacciones con el fin de minimizar la destrucción de información.
- Con la excepción de España, los países de la periferia de Europa otorgan escasos créditos directos a la Región. Sin embargo, las exposiciones indirectas a través de la red bancaria mundial pueden ser importantes. Esto exige un alto nivel de cooperación internacional para entender la naturaleza de estos riesgos y situarse en una posición para emprender una acción de colaboración para abordarlos. Los bancos europeos también son importantes en mercados específicos, especialmente en el área de crédito para el comercio internacional. Las autoridades de América Latina y el Caribe podrían contemplar acciones específicas en esos sectores donde se centran las actividades de los bancos europeos con el fin de asegurar que esos mercados sigan operando normalmente en caso de una perturbación negativa.

Referencias

- Abiad, Abdul, Enrica Detragiache, y Thierry Tressel. 2008. A New Database of Financial Reforms. Documento de trabajo del FMI no. 08/266. Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Agosin, Manuel R., y Franklin Huaita. 2011. Overreaction in Capital Flows to Emerging Markets: Booms and Sudden Stops. *Journal of International Money and Finance* 26(5): 814–40.
- Aizenman, J., y Y. Jinjarak. 2009. Current Account Patterns and National Real Estate Markets. *Journal of Urban Economics* 66(2): 75–89.
- Alberola, Enrique, Aitor Erce, y José María Serena. 2011. International Reserves and Gross Capital Flows Dynamics during Financial Stress. Estudio presentado en la XVI Reunión Anual de los red de investigadores de bancos centrales, noviembre 16–18, Bogotá.
- Athukorala, P., y S. Rajapatirana. 2003. Capital Inflows and the Real Exchange Rate: A Comparative Study of Asia and Latin America. *The World Economy* 26(4) abril: 613–37.
- Banco Mundial. 2012. *Global Economic Prospects: Uncertainties and Vulnerabilities*. Volumen 4. Washington, DC: Banco Mundial.
- Barro, Robert J., y Xavier Sala-i-Martin. 1995. *Economic Growth*. New York: McGraw-Hill.
- Benigno, Gianluca, Huigang Chen, Christopher Otrok, Alessandro Rebucci, y Eric R. Young. 2012. Políticas monetaria y macroprudencial: Un análisis integrado. Documento de trabajo del BID. Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC. De próxima publicación.
- BID (Banco Interamericano de Desarrollo). 2004. *Desencadenando el crédito: Cómo ampliar y estabilizar la banca*. Progreso Económico y Social en América Latina: Informe 2005. Washington, DC: BID.
- . 2008. *No todo lo que brilla es oro. Evaluando el desempeño macroeconómico de América Latina*. Informe presentado en el Seminario de la Asamblea Anual del Banco Interamericano de Desarrollo, abril 4, Miami, Florida.
- . 2009a. Latin American and Caribbean Macro Watch. LMW, Herramienta web, abril. Base de datos en línea. Disponible en <http://www.iadb.org/Research/LatinMacroWatch/lmw.cfm>.
- . 2009b. *Dilemas de política en tiempos sin precedentes: Cómo enfrentar la crisis global en América Latina y el Caribe*. Estudio preparado para el Seminario de la Asamblea Anual del Banco Interamericano de Desarrollo, Cómo enfrentar la crisis global en América Latina, marzo 28, Medellín, Colombia.
- Bolton, P., y O. Jeanne. 2011. Sovereign Default Risk and Bank Fragility in Financially Integrated Economies. Documento de trabajo del NBER no. 16899. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Bonfiglioli, Alessandra. 2008. Financial Integration, Productivity and Capital Accumulation. *Journal of International Economics* 76(2) diciembre: 337–55.
- Broner, Fernando A., Tatiana Didier, Aitor Erce, y Sergio L. Schmukler. 2011. Gross Capital Flows: Dynamics and Crises. Documentos de trabajo sobre investigaciones relativas a las políticas no. 5768. Banco Mundial, Washington, DC.

- Caballero, Julián. 2010. Do Surges in International Capital Inflows Influence the Likelihood of Banking Crises? Cross-Country Evidence on Bonanzas in Capital Inflows and Bonanza-Boom-Bust Cycles. Documento de trabajo del Departamento de Economía no. 10-23. University of California, Santa Cruz, CA.
- Calderón, César, y Luis Servén. 2012. Macroprudential Policies over the Cycle in LAC. In Banco Mundial, ed., *Financial Development in Latin America and the Caribbean: The Road Ahead*. Washington, DC: Banco Mundial.
- Calvo, Guillermo A. 2009. Financial Crises and Liquidity Shocks: A Bank-Run Perspective. NBER Documento de trabajo no. 15425. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Calvo, Guillermo A., Alejandro Izquierdo, y Luis-Fernando Mejía. 2008. Systemic Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects and Financial Integration. NBER Working Paper no. 14026. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Calvo, Guillermo A., Leonardo Leiderman, y Carmen M. Reinhart. 1992. Capital Inflows to Latin America: The 1970s and the 1990s. Documento de trabajo del FMI no. 92/85. Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- . 1993. Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors. *IMF Staff Papers* 40(1) marzo: 108–51.
- . 1994. The Capital Inflows Problem: Concepts and Issues. *Contemporary Economic Policy* 12(3) julio: 54–66.
- . 1996. Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s. *Journal of Economic Perspectives* 10(2) primavera: 123–39.
- Cardarelli, Roberto, Selim Elekdag, y M. Ayhan Kose. 2009. Capital Inflows: Macroeconomic Implications and Policy Responses. Documento de trabajo del FMI no. 09/40. Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Carlson, Mark A., y Leonardo Hernández. 2002. Determinants and Repercussions of the Composition of Capital Inflows. Documento de trabajo del FMI no. 02/86. Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Cashin, Paul, y C. John McDermott. 2002. The Long-Run Behavior of Commodity Prices: Small Trends and Big Variability. *IMF Staff Papers* 49(2): 175–99.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe). 2009. La reacción de los gobiernos de las Américas frente a la crisis internacional: una presentación sintética de las medidas de política anunciadas hasta el 30 de septiembre de 2009. Santiago, Chile. Octubre. Disponible en <http://www.CEPAL.cl/publicaciones/xml/8/37618/2009-733-Lareacciondelosgobiernos-30septiembre-WEB.pdf>. Acceso en febrero 2012.
- Cesa-Bianchi, Ambrogio, M. Hashem Pesaran, Alessandro Rebucci, y TengTeng Xu. 2012. China's Emergence in the World Economy and Business Cycles in Latin America. De próxima publicación en *Economía*.
- Céspedes, Luis Felipe, Roberto Chang, y Andrés Velasco. 2011. Is Inflation Targeting Still on Target? Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC. Documento mimeografiado.
- Céspedes, Luis Felipe, y Alessandro Rebucci. 2011. Una reseña de las políticas macroprudenciales en América Latina. Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC. Documento mimeografiado.

- Cetorelli, Nicola, y Linda S. Goldberg. 2011. Global Banks and International Shock Transmission: Evidence from the Crisis. *IMF Economic Review* 59(1) abril: 41–76.
- Chauffour, Jean-Pierre, y Mariem Malouche, eds. 2011. *Trade Finance during the Great Trade Collapse*. Washington, DC: Banco Mundial.
- Chui, Michael, Dietrich Domanski, Peter Kugler, y Jimmy Shek. 2010. The Collapse of International Bank Finance during the Crisis: Evidence from Syndicated Loan Markets. *BIS Quarterly Review* 15(3) septiembre: 39–49.
- Claessens, Stijn, y Luc Laeven. 2004. What Drives Bank Competition? Some International Evidence. *Journal of Money, Credit and Banking* 36(3) junio: 563–83.
- Claessens, Stijn, y Neeltje van Horen. 2012. Foreign Banks: Trends, Impact and Financial Stability. Documento de trabajo del FMI no. 12/10. Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Collier, Paul, y Anthony J. Venables, eds. 2011. *Plundered Nations? Successes and Failures in Natural Resource Extraction*. Houndmills, Basingstoke, Inglaterra: Palgrave Macmillan.
- Combes, Jean-Louis, Tidiane Kinda, y Patrick Plane. 2011. Capital Flows, Exchange Rate Flexibility, and the Real Exchange Rate. Documento de trabajo del FMI no. 11/9. Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Corden, Max W. 1984. Booming Sector and Dutch Disease Economics: Survey and Consolidation. *Oxford Economic Papers* 36(3): 359–80.
- Cova, Pietro, Massimiliano Pisani, y Alessandro Rebucci. 2011. Macroeconomic Effects of China's Fiscal Stimulus. In Yin-Wong Cheung and Guonan Ma, eds., *Asia and China in the Global Economy*. Singapore: World Scientific Publishing.
- Davies, Michael, y Tim Ng. 2011. The Rise of Sovereign Credit Risk: Implications for Financial Stability. *BIS Quarterly Review* (septiembre): 59–70.
- Deaton, Angus, y Guy Laroque. 1992. On the Behaviour of Commodity Prices. *Review of Economic Studies* 59(1) enero: 1–23.
- . 1995. Estimating a Nonlinear Rational Expectations Commodity Price Model with Unobservable State Variables. *Journal of Applied Econometrics* 10(1, Supplement): 9–40.
- Demirgüç-Kunt, A., y E. Detragiache. 2005. Cross-Country Empirical Studies of Systemic Bank Distress: A Survey. *National Institute Economic Review* 192(1): 68.
- Díaz-Alejandro, Carlos. 1985. Good-Bye Financial Repression, Hello Financial Crash. *Journal of Development Economics* 19(1–2): 1–24.
- Dvir, Eyal, y Kenneth S. Rogoff. 2010. The Three Epochs of Oil. Harvard University, Cambridge, MA. Documento mimeografiado.
- Edwards, Sebastian. 2007. Capital Controls, Sudden Stops and Current Account Reversals. In Sebastian Edwards, ed., *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies*. Chicago: University of Chicago Press.
- Eichengreen, B. 2003. *Capital Flows and Crises*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Eichengreen, B., y C. Arteta. 2002. Banking Crises in Emerging Markets: Presumptions and Evidence. In M. Blejer y M. Skreb, eds., *Financial Policies in Emerging Markets*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Eichengreen, B., y A. Rose. 1998. Staying Afloat When the Wind Shifts: External Factors and Emerging-Market Banking Crises. NBER Working Paper no. 6370. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

- Fernández-Arias, Eduardo. 2011. Prestamista internacional de última instancia: lecciones de la reciente crisis global. In Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), ed., *Mecanismos de blindaje financiero, fondos regionales y otros esquemas sustitutos y complementarios*. Papers and Proceedings. Bogotá: FLAR.
- Fernández-Arias, Eduardo, y Ricardo Hausmann. 2001. Is Foreign Direct Investment a Safer Form of Financing? *Emerging Markets Review* 2(1): 34–49.
- Fernández-Arias, Eduardo, y Peter Montiel. 2011. The Great Recession, “Rainy Day” Funds, and Countercyclical Fiscal Policy in Latin America. *Contemporary Economic Policy* 29(3) julio: 304–22.
- Fernández-Arias, Eduardo, y J. Pérez. 2012. Grading Fiscal Performance in Latin America. Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC. De próxima publicación.
- Forbes, Kristin J., y Francis E. Warnock. 2011. Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight, and Retrenchment. Documento de trabajo del NBER no. 17351. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Furceri, D., S. Guichard, y E. Rusticelli. 2011a. The Effect of Episodes of Large Capital Inflows on Domestic Credit. Documento de trabajo del Departamento de Economía no. 864. Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), París.
- . 2011b. Episodes of Large Capital Inflows and the Likelihood of Banking and Currency Crises and Sudden Stops. Documento de trabajo del Departamento de Economía no. 865. Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), París.
- FMI (Fondo Monetario Internacional). 2008. Fiscal Policy as a Countercyclical Tool. En *World Economic Outlook: Financial Stress, Downturns, and Recoveries*. Washington, DC: FMI.
- . 2010. Global Liquidity Expansion: Effects on “Receiving” Economies and Policy Response Options. In *Global Financial Stability Report: Meeting New Challenges to Stability and Building a Safer System*. abril. Washington, DC: FMI.
- . 2011. *Global Financial Stability Report: Grappling with Crisis Legacies*. Septiembre. Washington, DC: FMI.
- . 2012. Global Financial Stability Report: Market Update. Washington, DC. Enero. Disponible en <http://www.FMI.org/external/pubs/ft/fmu/eng/2012/01/pdf/0112.pdf>. Acceso en febrero 2012.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) y BAFT-IFSA. 2011. Sixth Annual Trade Finance Survey. Washington, DC. Noviembre. Disponible en http://www.baft-ifs.com/eWeb/docs/Surveys/FMI_Survey_Results_Aug_2011.pdf. Acceso en febrero 2012.
- Gadanecz, Blaise, y Karsten von Kleist. 2002. Do Syndicated Credits Anticipate BIS Consolidated Banking Data? *BIS Quarterly Review* (marzo): 65–74.
- Galindo, Arturo, Alejandro Izquierdo, y Liliana Rojas-Suárez. 2010. Financial Integration and Foreign Banks in Latin America: How Do They Impact the Transmission of External Financial Shocks? Serie de documentos de trabajo del BID no. IDB-WP-116. Departamento de Investigación y Economista Jefe, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Galindo, Arturo, Alejandro Micco, y Andrew Powell. 2005. Loyal Lenders or Fickle Financiers: Foreign Banks in Latin America. Documento de trabajo de la Red de Centros de Investigación de América Latina y el Caribe no. 529. Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Gavin, Michael, y Ricardo Hausmann. 1996. The Roots of Banking Crises: The Macroeconomic Context. Documento de trabajo del BID no. 262. Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.

- Gelb, Alan. 1988. *Oil Windfalls: Blessing or Curse?* New York: Oxford University Press.
- Gilbert, Christopher L. 2010a. How to Understand High Food Prices. *Journal of Agricultural Economics* 61(2) junio: 398–425.
- . 2010b. Speculative Influence on Commodity Prices 2006–08. Discussion Paper no. 197. Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), Geneva.
- . 2012. Speculative Impacts on Grains Price Volatility. Paper presented at the European Agricultural Economics Association meeting, febrero 23–24, Dublin.
- Gilbert, Christopher L., y Simone Pfuderer. 2012. Index Funds Do Impact Futures Prices. Estudio enviado al taller “Money, Macro and Finance Study Group Workshop on Commodity Markets”, mayo.
- Gilbert, Christopher L., Andrew Powell, y Xioyi Mu. 2012. Copper Market Scenarios. Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC. De próxima publicación.
- Gourinchas, P., y M. Obstfeld. 2012. Stories of the Twentieth Century for the Twenty-First. De próxima publicación en *AEJ Macroeconomics*.
- Gourinchas, P., R. Valdes, y O. Landerretche. 2001. Lending Booms: Latin America and the World. *Economía* 1(2): 47–99.
- Grilli, Enzo R., y Maw Cheng Yang. 1988. Primary Commodity Prices, Manufactured Goods Prices, and the Terms of Trade of Developing Countries: What the Long Run Shows. *Banco Mundial Economic Review* 2(1) enero: 1–47.
- Gustafson, R. L. 1958. Carryover Levels for Grains: A Method for Determining the Amounts Which Are Optimal under Specified Conditions. Boletín técnico no. 1178. Departamento de Agricultura de los EE.UU., Washington, DC.
- Haldane, Andrew G. 2009. Rethinking the Financial Network. Discurso dado en la reunion del “Financial Student Association”, abril 28, Amsterdam.
- Hausmann, Ricardo, Jason Hwang, y Dani Rodrik. 2005. What You Export Matters. Documento de trabajo del NBER no. 11905. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Hidalgo, C. A., B. Klinger, A.-L. Barabási, y R. Hausmann. 2007. The Product Space Conditions the Development of Nations. *Science* 317(5837) julio: 482–87.
- Hotelling, Harold. 1931. The Economics of Exhaustible Resources. *Journal of Political Economy* 39(2) abril: 137–75.
- Ito, Takatoshi. 2000. Capital Flows in Asia. In Sebastian Edwards, ed., *Capital Flows and the Emerging Economies: Theory, Evidence, and Controversies*. Chicago: University of Chicago Press.
- Jorda, Oscar. 2005. Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections. *American Economic Review* 95(1): 161–82.
- Joyce, Joseph P. 2011. Financial Globalization and Banking Crises in Emerging Markets. *Open Economies Review* 22(5) noviembre: 875–95.
- Kamil, Herman, y Kulwant Rai. 2010. The Global Credit Crunch and Foreign Banks’ Lending to Emerging Markets: Why Did Latin America Fare Better? Documento de trabajo del FMI no. 10/102. Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Kilian, Lutz. 2009. Not All Oil Price Shocks Are Alike: Disentangling Demand and Supply Shocks in the Crude Oil Market. *American Economic Review* 99(3) junio: 1053–69.
- Kiyotaki, Nobuhiro, y John Moore. 1997. Credit Cycles. *Journal of Political Economy* 105(2) abril: 211–48.

- Lahiri, Amartya, Radesh Singh, y Carlos A. Végh. 2007. Segmented Asset Markets and Optimal Exchange Rate Regimes. Documento de trabajo del NBER no. 13154. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Lane, Philip R., y Gian Maria Milesi-Ferretti. 2000. External Capital Structure: Theory and Evidence. Documento de trabajo del FMI no. 00/152. Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Lee, Jang-Yung. 1997. Sterilizing Capital Inflows. Economic Issues no. 7. Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Lora, Eduardo, Andrew Powell, y Pilar Tavella. 2011. How Will the Food Price Shock Affect Inflation in Latin America and the Caribbean? Policy Brief no. IDB-PB-120. Department de Investigación y Economista Jefe, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Malouche, Mariem. 2009. Trade and Trade Finance Developments in 14 Developing Countries Post September 2008: A World Bank Survey. Documentos de trabajo sobre investigaciones relativas a las políticas no. 5138. Banco Mundial, Washington, DC.
- Martínez Pería, María Soledad, Andrew Powell, e Ivanna Vladkova-Hollar. 2005. Banking on Foreigners: The Behavior of International Bank Claims on Latin America, 1985–2000. *IMF Staff Papers* 52(3): 430–61.
- McGuire, Patrick, y Nikola Tarashev. 2008. Bank Health and Lending to Emerging Markets. *BIS Quarterly Review* (diciembre): 67–80.
- McGuire, Patrick, y Philip Wooldridge. 2005. The BIS Consolidated Banking Statistics: Structure, Uses and Recent Enhancements. *BIS Quarterly Review* (septiembre): 73–86.
- Mendis, Chandima. 2002. External Shocks and Banking Crises in Developing Countries: Does the Exchange Rate Regime Matter? CESifo Working Paper no. 759. CESifo Group Munich, Munich, Alemania.
- Mendoza, E., y M. Terrones. 2008. An Anatomy of Credit Booms: Evidence from Macro Aggregates and Micro Data. Documento de trabajo del FMI no. 08/226. Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Montoro, Carlos, y Ramón Moreno. 2011. The Use of Reserve Requirements as a Policy Instrument in Latin America. *BIS Quarterly Review* (marzo): 53–65.
- Mundell, Robert. 1960. The Monetary Dynamics of International Adjustment under Fixed and Flexible Exchange Rates. *Quarterly Journal of Economics* 84(2): 227–57.
- Ongena, Steven, José-Luis Peydró, y Neeltje van Horen. 2011. Shocks Abroad, Pain at Home? Bank-Firm Level Evidence on Financial Contagion during the 2007–2009 Crisis. Tilburg University, Universitat Pompeu Fabra, y De Nederlandsche Bank. Documento mimeografiado.
- Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi, y Dennis B. S. Reinhardt. 2010. Capital Inflows: The Role of Controls. IMF Staff Position Note no. SPN/10/04. Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Peek, Joe, y Eric Rosengren. 2000. Collateral Damage: Effects of the Japanese Bank Crisis on Real Activity in the United States. *American Economic Review* 90(1) marzo: 30–45.
- Pfaffenzeller, Stephen, Paul Newbold, y Anthony Rayner. 2007. A Short Note on Updating the Grilli and Yang Commodity Price Index. *World Bank Economic Review* 21(1): 1–13.
- Poole, William. 1970. Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model. *Quarterly Journal of Economics* 84(2): 197–216.

- Portes, Richard. 2009. Global Imbalances. En Mathias Dewatripont, Xavier Freixas, y Richard Portes, eds., *Macroeconomic Stability and Financial Regulation: Key Issues for the G20*. Londres: Centre for Economic Policy Research (CEPR).
- Powell, Andrew. 1991. Commodity and Developing Country Terms of Trade: What Does the Long Run Show? *Economic Journal* 101(409) noviembre: 1485–96.
- Powell, Andrew, y Giovanni Majnoni. 2007. International Banks, Cross-Border Guarantees, and Regulation. En Douglas D. Evanoff, George G. Kaufman, y John R. LaBrosse, eds., *International Financial Instability: Global Banking and National Regulation*. Singapore: World Scientific Publishing Co.
- Powell, Andrew, Dilip Ratha, y Sanket Mohapatra. 2002. Capital Inflows and Capital Outflows: Measurement, Determinants, Consequences. Documento de trabajo de la Escuela de Negocios no. 25. Universidad Torcuato Di Tella, Buenos Aires.
- Powell, Andrew, y Pilar Tavella. 2012. Capital Inflow Surges and Macroeconomic and Financial Risks. Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC. De próxima publicación.
- Radelet, Steven, y Jeffrey D. Sachs. 1998. The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects. *Brookings Papers on Economic Activity* 1998(1) abril: 1–90.
- Reinhart, Carmen M., y Vincent R. Reinhart. 2008. Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present. En Jeffrey Frankel and Christopher Pissarides, eds., *NBER International Seminar on Macroeconomics 2008*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Reinhart, Carmen M., y Kenneth S. Rogoff. 2009. *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Rossini, Renzo, Zenón Quispe, y Donita Rodríguez. 2011. Capital Flows, Monetary Policy and FOREX Interventions in Peru. Documento de trabajo no. 2011-008. Banco Central de Reserva del Perú, Lima.
- Sá, Filipa, Pascal Towbin, y Tomasz Wieladek. 2011. Low Interest Rates and Housing Booms: The Role of Capital Inflows, Monetary Policy and Financial Innovation. Documento de trabajo no. 411. Banco de Inglaterra, Londres.
- Sachs, Jeffrey D., Aaron Tornell, Andrés Velasco, Guillermo A. Calvo, y Richard N. Cooper. 1996. Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995. *Brookings Papers on Economic Activity* 1996(1): 147–215.
- Samuelson, Paul A. 1957. Intertemporal Price Equilibrium: A Prologue to the Theory of Speculation. *Weltwirtschaftliches Archiv* 79: 181–219; reprinted in J. E. Stiglitz, ed., *The Collected Scientific Papers of Paul A. Samuelson*. Cambridge, MA: MIT Press, 1966.
- Sanders, Dwight R., y Scott H. Irwin. 2010. A Speculative Bubble in Commodity Futures Prices? Cross-Sectional Evidence. *Agricultural Economics* 41(1) enero: 25–32.
- . 2011a. New Evidence on the Impact of Index Funds in U.S. Grain Futures Markets. *Canadian Journal of Agricultural Economics* 59(4) diciembre: 519–32.
- . 2011b. The Impact of Index Funds in Commodity Futures Markets: A Systems Approach. *Journal of Alternative Investments* 14(1) verano: 40–49.
- Sarno, L., y M. P. Taylor. 1999. Moral Hazard, Asset Price Bubbles, Capital Flows, and the East Asian Crisis: The First Tests. *Journal of International Money and Finance* 18(4): 637–57.

- Schadler, Susan, Maria Carkovic, Adam Bennett, y Robert Kahn. 1993. Recent Experiences with Surges in Capital Inflows. IMF Occasional Paper no. 108. Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Schmidt-Hebbel, Klaus, y Alejandro Werner. 2002. Inflation Targeting in Brazil, Chile, and Mexico: Performance, Credibility, and the Exchange Rate. *Economía* 2(2): primavera: 31–89.
- Schularick, M., y A. Taylor. 2012. Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial Crises, 1870–2008. De próxima publicación en *American Economic Review*.
- Spiegel, Mark M. 1995. Sterilization of Capital Inflows through the Banking Sector: Evidence from Asia. *FRB of San Francisco Economic Review* 1995: 17–34.
- Takáts, El d. 2010. Was It Credit Supply? Cross-Border Bank Lending to Emerging Market Economies during the Financial Crisis. *BIS Quarterly Review* (junio): 49–56.
- Terrier, Gilbert, Rodrigo Valdés, Camilo E. Tovar, Jorge Chan-Lau, Carlos Fernández-Valdovinos, Mercedes García-Escribano, Carlos Medeiros, Man-Keung Tang, Mercedes Vera Martin, y Chris Walker. 2011. Policy Instruments to Lean against the Wind in Latin America. Documento de trabajo del FMI no. 11/159. Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Van der Ploeg, Frederick, y Anthony J. Venables. 2011. Harnessing Windfall Revenues: Optimal Policies for Resource-Rich Developing Economies. *Economic Journal* 121(551) marzo: 1–30.
- Van Rijckeghem, Caroline, y Beatrice Weder. 2003. Spillovers through Banking Centers: A Panel Data Analysis of Bank Flows. *Journal of International Money and Finance* 22(4) agosto: 483–509.
- Vargas Herrera, Hernando, Yanneth R. Betancourt, Carlos Varela, y Norberto Rodríguez. 2011. Effects of Reserve Requirements in an Inflation Targeting Regime: The Case of Colombia. *BIS Papers* 54: 133–69.
- Vladkova-Hollar, Ivanna, y Jeromin Zettelmeyer. 2008. Fiscal Positions in Latin America: Have They Really Improved? Documento de trabajo del FMI no. 08/137. Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Williams, Jeffry C., y Brian D. Wright. 1991. *Storage and Commodity Markets*. Cambridge, England: Cambridge University Press.
- Woodford, Michael. 2003. *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

Apéndices



APÉNDICE A

Canales de transmisión diversificados

El siguiente cuadro ilustra los diversos canales de transmisión mediante los cuales las perturbaciones globales modeladas pueden tener un impacto en América Latina y el Caribe. Las cifras destacan los diferentes canales de diversificación de los países.

CUADRO • A.1

Canales de transmisión diversificados

| | Proporción de exportaciones a Europa (Promedio 2007–10) | Proporción de exportaciones de productos primarios (Promedio 2007–10) | Proporción de población emigrante en Europa (Promedio 1995–2007) | Remesas/PIB (Promedio 2007–10) | Proporción de activos de bancos europeos en activos bancarios domésticos |
|----------------------|---|---|--|--------------------------------|--|
| Argentina | 17,8 | 45,7 | 6,3 | 0,2 | nd |
| Bolivia | 8,2 | 81,6 | 22,4 | 6,6 | 1,9 |
| Brasil | 23,2 | 41,4 | 1,5 | 0,3 | 10,8 |
| Chile | 21,0 | 37,9 | 4,4 | 0,0 | 50,4 |
| Colombia | 13,7 | 56,5 | 6,8 | 1,9 | 15,0 |
| Costa Rica | 17,4 | 24,5 | 1,7 | 2,0 | 4,8 |
| Ecuador | 13,1 | 77,6 | 30,8 | 5,9 | 3,8 |
| El Salvador | 5,8 | 7,7 | 1,2 | 16,8 | 1,2 |
| Guatemala | 5,6 | 35,8 | 0,5 | 11,1 | 1,3 |
| Haití | nd | nd | 1,5 | 19,5 | 0,3 |
| Honduras | 19,7 | 55,5 | 2,1 | 18,9 | 1,2 |
| México | 5,3 | 17,7 | 0,8 | 2,5 | 43,1 |
| Nicaragua | 11,5 | 59,9 | 1,5 | 12,9 | 0,5 |
| Panamá | 3,4 | 7,0 | 1,0 | 0,8 | nd |
| Paraguay | 8,4 | 75,6 | 8,7 | 3,2 | 28,1 |
| Perú | 17,3 | 54,4 | 6,4 | 1,8 | nd |
| República Dominicana | 12,8 | 9,2 | 11,4 | 7,4 | 7,0 |
| Uruguay | 17,7 | 56,1 | 17,3 | nd | 27,5 |
| Venezuela | nd | 74,0 | 4,8 | nd | nd |
| Promedio | 13,1 | 45,5 | 7,2 | 5,4 | 5,4 |

Fuente: CEPAL (2009), Davies y Ng (2011); IFS(2011).

nd = no disponible.

APÉNDICE B

La metodología de modelación y los datos

Para simular el escenario resumido en el Capítulo 2, se emplea un modelo de autorregresión vectorial global (GVAR – Global Vector Auto Regression). Un GVAR es un modelo econométrico dinámico que facilita el análisis de la transmisión internacional de perturbaciones, teniendo en cuenta la interdependencia entre numerosos países. El enfoque de modelación GVAR consta de dos etapas principales. En primer lugar, cada país es modelado individualmente como una pequeña economía abierta, calculando un modelo de vector de corrección del error específico de cada país en el que las variables nacionales se relacionan con variables extranjeras específicas de cada país y variables globales comunes a todos los países (como el precio del petróleo). Las variables extranjeras proporcionan el vínculo entre la evolución de la economía nacional y el resto del mundo, y en la estimación de los modelos específicos de cada país se consideran (débilmente) exógenas; este supuesto no es rechazado en las pruebas estadísticas relevantes. En segundo lugar, se construye un modelo global que combina los modelos específicos estimados para cada país y los relaciona a través de una matriz de vínculos predeterminados (es decir, no estimados) de todos los países basados en cuotas del comercio exterior.¹

El modelo se estima a lo largo del periodo 1979 4T hasta 2011 2T y, por lo tanto, se lo puede considerar una síntesis de los vínculos y las realimentaciones relevantes entre las variables económicas y financieras incluidas en el modelo a lo largo de ese periodo. Con la excepción de las perturbaciones a los PIB de Europa y China y a los mercados bursátiles de Europa y Estados Unidos, todas las demás variables, incluyendo los índices de crecimiento en otras partes del mundo y el posterior crecimiento en Estados Unidos y Europa, los tipos de cambio y las tasas de interés a corto y mediano plazo, están determinadas por sus respuestas endógenas.

Para simular el escenario en el informe, se calcularon los impulsos-respuesta generalizados (GIRF) a un conjunto de perturbaciones de un solo periodo, y luego se agregaron al escenario base. A diferencia de los impulsos-respuestas tradicionales, los GIRF tienen en cuenta la posibilidad de que los términos de error en las ecuaciones del modelo estén correlacionados contemporáneamente. Por lo tanto, el escenario simulado tiene en cuenta la interacción entre las variables en el equilibrio general del modelo. El supuesto es que el escenario empieza en el primer trimestre de 2012 y luego se atenúa según el grado de persistencia promedio observado. Dado que el modelo GVAR es trimestral y las proyecciones de referencia son anuales, los GIRF figuran agregados en una frecuencia anual.² Las variables regionales y globales se construyen utilizando ponderaciones PPA-PIB, teniendo en cuenta todos los países en el modelo GVAR.

El modelo GVAR comprende 26 modelos específicos de cada país, incluyendo todas las economías avanzadas y emergentes del mundo, lo que equivale a aproximadamente el 90% del PIB mundial. La región de América Latina y el Caribe está representada por cinco de las

¹ Ver Cesa-Bianchi, Pesaran, Rebucci y Xu (2012) para más detalles sobre la modelación GVAR y para el modelo desarrollado y empleado aquí.

² Los GIRF son acumulados, de manera que se tienen en cuenta sus primeras diferencias.

economías más grandes de la Región (Argentina, Brasil, Chile, Perú y México). La Zona euro comprende sus ocho economías más grandes: Alemania, Francia, Italia, España, Países Bajos, Bélgica, Austria y Finlandia.³ Las fuentes de los datos quedan recogidas en Cesa-Bianchi, Pesaran, Rebucci y Xu (2012).

El impacto del primer escenario en los países de cada grupo se estima en una segunda etapa del ejercicio de modelación. Se estima una regresión de la tasa de crecimiento anual de los 26 países prestatarios del BID sobre su propio rezago y sobre los valores contemporáneos del crecimiento de Estados Unidos, la zona euro y China.⁴ Los tres grupos en el Cuadro 2.1 son creados clasificando a los países según la significancia estadística de los coeficientes relevantes. Por ejemplo, si el índice de crecimiento de un determinado país está estadísticamente relacionado sólo con el crecimiento de China, dicho país estará en el grupo dependiente de China. Por último, las exposiciones de cada país individual se calculan proyectando los índices de crecimiento del país desde 2012 a 2016 en los escenarios de crecimiento para Estados Unidos, la zona euro y China a partir del modelo GVAR. Se obtienen resultados similares si sólo se utiliza el crecimiento mundial para proyectar los índices de crecimiento por país.⁵ Una manera de interpretar el procedimiento utilizado para investigar las exposiciones de los países por grupo es una predicción condicional basada en un modelo de tres factores, en este caso, el crecimiento de Estados Unidos, la Zona euro y China.

³ Los datos de las series de tiempo para la Zona euro se construyen como promedios ponderados utilizando las ponderaciones de la Paridad del Poder Adquisitivo del PIB, promediados a lo largo del periodo 2006–2008.

⁴ Estas regresiones tienen normalmente al menos una variable estadísticamente significativa y un R^2 superior a 0,2.

⁵ Añadir los precios de los productos primarios o variables financieras normalmente llevan a resultados económicamente interpretables pero no estadísticamente significativos en las regresiones de crecimiento.

APÉNDICE C

Una breve revisión del comportamiento de los precios de los productos primarios

El comportamiento del precio de los productos primarios¹ es un fenómeno particularmente difícil de caracterizar.² Los precios son volátiles y las perturbaciones son persistentes. Las largas series temporales revelan ciclos con bruscos máximos y mínimos más largos, como se demuestra en el Gráfico C.1, que recoge los precios reales del azúcar desde 1840 hasta 2010. Si bien las pruebas estadísticas identifican ciclos y persistencia, incluso con esta larga serie temporal, resulta difícil definir una caracterización con alta precisión.^{3 4}

Entre los hitos en la teoría del comportamiento del precio de los productos primarios se encuentran Hotelling (1931), Samuelson (1957) y Gustafson (1958). Gustafson fue el primero en desarrollar un modelo de producción intermitente de productos primarios (por ejemplo, la cosecha anual) en el que las decisiones de almacenamiento se basaban en cálculos de rendimiento económico. Una de las complicaciones es que saber si es rentable almacenar hoy para el próximo año depende de la expectativa de que el almacenamiento será rentable desde el próximo año hasta el año siguiente, y así sucesivamente. Williams y Wright (1991) y Deaton y Laroque (1992) generalizaron independientemente el modelo de Gustafson, y proporcionaron soluciones elegantes a este problema de programación dinámica.

Deaton y Laroque (1992, 1995) proporcionaron trayectorias de precios simuladas para los productos primarios que muestran bruscos máximos y mínimos más persistentes. Cuando la

GRÁFICO • C.1

El precio real del azúcar (1840–2010)



Fuente: FMI, Estadísticas financieras internacionales, Pre (1948) N Deerr (1950)

¹ Los productos primarios comprenden los productos agrícolas con ciclos anuales de cultivo, los cultivos arbóreos como el cacao, el café y el azúcar (con ciclos de cultivos multianuales), metales y petróleo y productos relacionados. Más recientemente se han convertido en productos primarios otros productos (lo cual indica que se ha creado un estándar), entre ellos la electricidad y la vivienda.

² Un producto normalmente se considera primario si: a) se puede definir un grado o calidad estándar homogéneo; b) existe un ratio relativamente alto de valor/peso; c) hay un comercio relativamente libre sin aranceles ni provisiones de cuotas (de manera que todos los productores y consumidores se enfrentan aproximadamente a los mismos precios); y d) existen transacciones sobre los productos primarios en el mercado de futuros (donde normalmente se produce el descubrimiento del precio).

³ Este gráfico y este análisis se basan en Gilbert, Powell y Mu (de próxima publicación).

⁴ Las pruebas revelan dos ciclos (uno de 6 y otro de 26 años) con un proceso autorregresivo (AR) persistente y una tendencia estocástica. Sin embargo, no se puede rechazar estadísticamente alguna variación en la especificación exacta.

disponibilidad (la cantidad almacenada del año anterior más la producción del año en curso) del producto primario es baja, los precios suben muy drásticamente, y los máximos en los precios se producen cuando se ha consumido esencialmente toda disponibilidad. Por lo tanto, la volatilidad es más alta con niveles de precios más altos. En el otro extremo, cuando hay una gran disponibilidad, los precios son bajos y persistentes, similares a un paseo aleatorio.⁵

Se puede pensar en los productos primarios en términos de su caducidad, que influye en los costos de almacenamiento. En un extremo, el oro prácticamente no se deteriora y sus precios se comportan como activos financieros —esencialmente un paseo aleatorio. Por otro lado, para los productos agrícolas perecibles la calidad de la cosecha de este año puede variar e incluso considerarse un producto distinto a la del año anterior. Estos productos son susceptibles de sufrir faltas de inventarios y brucas subidas de precio más frecuentes. El petróleo tiende a situarse en algún punto intermedio, dado que el almacenamiento es caro en términos de requisitos de infraestructura y de riesgos medioambientales, y tanto las perturbaciones de la demanda como de la oferta pueden ser importantes.

Deaton y Laroque (1992, 1995) suponen una demanda determinista (conocida) y una oferta incierta; los adelantos en esta última significaron un desarrollo del modelo al introducir los shocks de oferta correlacionados. En realidad, el modelo se puede invertir para que haya una oferta conocida e incertidumbre sobre la demanda, que también puede guardar correlación a lo largo del tiempo. Dvir y Rogoff (2010) resuelvan ese modelo y aplican los resultados al mercado del petróleo, empleando el enfoque para definir diferentes “épocas” del petróleo. Sin embargo, si bien estos enfoques parecen capturar algunos rasgos de la naturaleza de los precios de los productos primarios, no capturan los ciclos más largos ni capturan toda la persistencia, sobre todo dentro de los auges de los productos primarios.

Uno de los factores ausentes en estos modelos es la inversión. El consumo y la producción de la mayoría de los productos primarios aumentan juntos a lo largo del tiempo y lo hacen como resultado de las inversiones.⁶ Sin embargo, los datos del costo de la inversión y la producción necesarios para analizar este proceso normalmente están ausentes. Además, ningún modelo hasta la fecha ha integrado la inversión en un enfoque de Deaton y Laroque.⁷ Una idea consiste en suponer un “tiempo para construir” específico, limitando así el horizonte de los productores. Esto luego captura el crecimiento de la producción y el consumo y también da lugar a bruscas alzas de precio cuando se producen varias perturbaciones de la demanda, seguidas de una fuerte caída cuando los inventarios han sido repuestos.

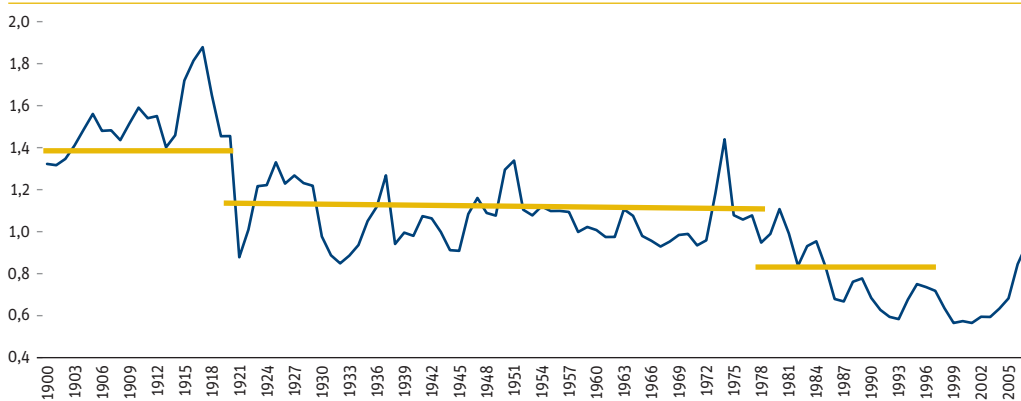
Recientemente se han producido numerosos debates en relación a la “financiarización” de los mercados de productos primarios, particularmente sobre el fuerte crecimiento de los fondos de productos primarios y sobre si su funcionamiento ha aumentado los niveles de precios o la volatilidad.⁸ Hay evidencias contrastadas sobre el impacto de los fondos de productos básicos

⁵ El término “paseo aleatorio” se utiliza como abreviación. Un proceso de martingale es una descripción más precisa.

⁶ En realidad, Dvir y Rogoff (2010) relajan el supuesto habitual de estacionariedad en relación con la producción y el consumo.

⁷ Añadir inversión aumenta la dimensionalidad del espacio de estados, lo cual complica la solución al problema de la programación dinámica.

⁸ La financiarización se utiliza aquí para referirse al crecimiento de los fondos de productos básicos y, especialmente, de los fondos de inversión indexados, que tienden a adoptar posiciones compradas sobre los

GRÁFICO • C.2**Ciento diez años de precios reales de los productos primarios**

Fuente: actualización del Índice de Grilli y Yang deflactado por valores unitarios de las exportaciones de manufacturas.

indexados en el nivel de los precios, mientras que evidencias más robustas señalan que los fondos de productos básicos indexados pueden influir en la volatilidad.⁹

Esta breve revisión de la teoría de los precios de los productos primarios contribuye a contextualizar la historia más larga de los precios de los productos primarios. Grilli y Yang (1988) proporcionan datos consistentes para un amplio índice de productos primarios, actualizado por Pfafenzeller, Newbold y Rayner (2007) y objeto de numerosos análisis econométricos. Las series ilustran que los precios de los productos primarios han disminuido en el largo plazo en relación con los valores unitarios de los productos manufacturados (MUVs), si bien esta disminución se ha visto acompañada de auges y crisis importantes. La famosa hipótesis Prebisch-Singer sostiene que los precios reales de los productos primarios siguen una tendencia descendente. Powell (1991) sostiene que, de hecho, los precios reales de los productos primarios son estacionarios, pero que a lo largo de los últimos 100 años de la serie GY original, se han producido tres rupturas estructurales negativas. Todas las rupturas vinieron luego de auges importantes, sobre todo el auge de 1920/21 y el de 1973/74. Una hipótesis plantea que las inversiones en la oferta (y quizá en la sustitución de la demanda) ocurrieron en el auge que después condujo a la disminución de los costos de producción. En artículos recientes, se sigue debatiendo sobre los méritos de estas y otras hipótesis alternativas.¹⁰

En congruencia con los modelos teóricos de más arriba, los modelos empíricos de los mercados de productos primarios en el corto a mediano plazo suelen relacionar los precios con los inventarios, al menos en aquellos mercados en que los inventarios se miden con una precisión razonable. A menudo, los inventarios entran en la relación de precio de una manera

índices para los horizontes de mediano plazo. Debe distinguirse entre esto y la especulación financiera, que se refiere a posiciones especulativas de más corto plazo que pueden ser compradas o vendidas.

⁹ Sanders e Irwin (2010, 2011 a, 2011 b) no encuentran evidencias de que los fondos influyan en los precios, mientras que Gilbert (2010 a, 2010 b) y Gilbert y Pfuderer (2012) adoptan la posición contraria. Gilbert y Pfuderer (2012) y Gilbert (2012) sostienen que los fondos reducen la volatilidad.

¹⁰ Ver, por ejemplo, Cashin y McDermott (2002).

no lineal, de modo que cualquier perturbación dada tendrá un mayor impacto en los precios en un mercado restringido comparado con un mercado bien abastecido. Los cambios en los inventarios son el resultado de desequilibrios entre los niveles de consumo y producción. Dado que el consumo de productos primarios depende de variables macroeconómicas, entre ellas el consumo, la producción y la inversión, es necesario evaluar los modelos de productos primarios en conjunción con un modelo de la economía mundial. Los modelos empleados en el Capítulo 3 para analizar el cobre y los granos han sido elaborados según este criterio.

APÉNDICE D

Una revisión de las consecuencias de los auges de entradas de capital

Si bien las entradas de capital importantes estimulan el crecimiento y el desarrollo, sus vínculos con la inestabilidad macroeconómica y financiera han provocado discusiones de larga data (ver, por ejemplo, Díaz-Alejandro, 1985).¹ Desde la perspectiva macroeconómica, la literatura ha puesto de relieve que los auges en las entradas están relacionados con la apreciación del tipo de cambio real y un potencial enfermedad holandesa.² Para evaluar el impacto de las entradas de capital, es importante distinguir entre entradas brutas y netas. Puede que las entradas netas sean más importantes para el análisis macroeconómico, pero es probable que las entradas brutas sean más relevantes para la intermediación financiera.³ Una de las principales preocupaciones de la estabilidad financiera se debe a la presión al alza de los precios de los activos, a burbujas potenciales del precio de los activos y a la posibilidad de auges del crédito. Si el crédito crece demasiado rápido, es posible que los bancos disminuyan sus esfuerzos en la revisión de la calidad de cada prestatario, lo cual provoca problemas potenciales una vez que el auge del crédito ha pasado. Más abajo, se debaten cuatro temas relacionados con los auges de entradas de capital: la apreciación del tipo de cambio real, las burbujas de los precios de los activos, los auges del préstamo y la (posterior) inestabilidad del sector bancario.

La apreciación del tipo de cambio real

Es posible que las fuertes apreciaciones del tipo de cambio real, aún cuando son transitorias, provoquen efectos persistentes y costosos. La literatura sobre la enfermedad holandesa, particularmente, se ha centrado en los costos en términos de la pérdida de competitividad de las manufacturas y, especialmente, en los bienes de alto valor agregado.⁴ Dado que estos bienes requieren habilidades específicas, y ya que puede que sea necesario un intenso aprendizaje para alcanzar una producción y exportaciones exitosas, si este sector sufre debido a las apreciaciones del tipo de cambio real, puede que sea muy costoso recuperarlo. Los efectos son visibles, tanto en términos de aumento del desempleo como de una “comoditización” de la economía.

¹ Más recientemente, algunos autores sostienen que los déficits en cuenta corriente y las entradas netas de capital concomitantes se encontraban en el origen de la crisis financiera de 2007–2008 en Estados Unidos; ver Portes (2009) y Reinhart y Rogoff (2009, Capítulo 13).

² La enfermedad holandesa se refiere a los efectos del auge económico en Holanda como resultado de un importante descubrimiento de yacimientos de gas natural en el mar del Norte en los años cincuenta. Esto produjo importantes ingresos por exportaciones, una apreciación del tipo de cambio real y la pérdida de competitividad de otras exportaciones. Una vez que terminó el auge, el país se encontró con una disminución de las exportaciones de productos primarios, con una producción manufacturera reducida y un desempleo en aumento. Si bien la enfermedad holandesa se relacionó originalmente con unos beneficios inesperados de los productos primarios, se han planteado efectos similares en relación con las entradas de capital.

³ Estamos en deuda con Steve Ceccetti, Economista jefe del BPI, por el debate sobre este punto.

⁴ Ver Cordon (1984) para una referencia clásica sobre la enfermedad holandesa.

La pérdida de sectores más sofisticados puede tener numerosas externalidades negativas, provocar la migración de trabajadores calificados e incluso afectar a la educación.⁵ Además, se ha señalado que “los países se convierten en lo que exportan” o, en otras palabras, los países que exportan más productos sofisticados, se vuelven más ricos.⁶ En un mundo de este tipo, los costos de la enfermedad holandesa podrían ser más importantes de lo que señala la literatura original.

Hay evidencias de que los auges de entradas de capital están, de hecho, relacionados con las apreciaciones reales.⁷ Las entradas tienden a aumentar la absorción local y el aumento del gasto en bienes no transables, provocando una subida de sus precios relativos. Además, América Latina y el Caribe parecen ser más vulnerables que otras regiones, quizá debido en parte a que las entradas han tendido a alimentar aumentos más grandes del consumo en relación con la inversión en la Región (ver Athukorala y Rajapatirana, 2003, y Calvo *et al.*, 1994). Además, Reinhart y Reinhart (2009) documentan que la expansión fiscal es habitual durante los auges de entradas en los países en vías de desarrollo, lo cual exacerba las apreciaciones reales, y hay evidencias de que los gastos fiscales de América Latina son más procíclicos que los de otras regiones.⁸ El Capítulo 5 de este informe estudia si el carácter procíclico de los gastos fiscales en la Región ha disminuido. El tipo de entradas de capital también importa: normalmente, las inversiones extranjeras directas tienen como objetivo proyectos de inversión, mientras que las entradas de deuda y de corto plazo irán probablemente a financiar el consumo (tanto público como privado). Combes *et al.* (2011) calculan que los flujos de inversión de cartera tienen el efecto de apreciación más alto en el tipo de cambio, unas siete veces más que las inversiones extranjeras directas o que los flujos bancarios.⁹

Aumentos del precio de los activos

Calvo (2009) ofrece una explicación de cómo los episodios de entradas de capital potencian la liquidez de los activos y, por lo tanto, facilitan las burbujas de los precios de los activos. Los aumentos de los precios de los activos, que incluyen las “burbujas” de activos, son potencialmente peligrosos por diversas razones.¹⁰ En primer lugar, si los precios divergen de los fundamentales, estas “burbujas” pueden conducir, entre otras cosas, a cambios en las inversiones que llevan a una mala asignación de recursos. En segundo lugar, los intermediarios financieros adoptarán decisiones de préstamos basadas en esos precios; por ejemplo, los activos utilizados como colateral podrían estar significativamente sobrevalorados. Aunque los precios no diverjan

⁵ Ver Hidalgo *et al.* (2007).

⁶ Hausman *et al.* (2005).

⁷ Calvo *et al.* (1993) también documentan la brusca apreciación de las divisas en toda la Región durante el auge de entradas de capital a comienzos de los años noventa. Cardarelli *et al.* (2009) utilizan un índice de la presión del mercado de divisas y demuestran que los países de América Latina se enfrentaron a presiones de apreciación durante el periodo de entradas de 2004–2007.

⁸ Ver Schadler *et al.* (1993), Calvo *et al.* (1996) y Cardarelli *et al.* (2009).

⁹ Athukorala y Rajapatirana (2003) documentan que los flujos de inversiones extranjeras directas a los países de América Latina durante los años noventa estaban concentrados en sectores no transables (construcción y servicios comerciales), mientras que en Asia parecían proporcionar relativamente más financiamiento a las exportaciones.

¹⁰ Una burbuja se define aquí cuando los precios se desvían de una valoración fundamental aceptada.

de los fundamentales, es probable que se produzcan efectos distributivos a partir de los auges pasajeros en el precio de los activos, lo cual lleva a potenciales tensiones sociales, además de fricciones y pérdidas de la eficiencia. Además, como Kyotaki y Moore (1997) han demostrado, los ciclos de los precios de los activos y los ciclos del crédito pueden interactuar y generar excesiva volatilidad en la economía que, en presencia de burbujas que se forman y luego estallan, sólo se vería exacerbada.

Las investigaciones recientes señalan que las grandes entradas de capital están de hecho asociadas con una presión al alza de los precios de los activos. Por ejemplo, Aizenmann y Jinjark (2009) encuentran evidencias robustas de que los actuales déficits en cuenta corriente (es decir, las entradas de capital netas) están asociadas con precios inmobiliarios más altos,¹¹ y el efecto parece ser más fuerte en los países no pertenecientes a la OCDE.¹² Además, el FMI (2010) señala que las expansiones de la liquidez global están relacionadas con aumentos en los precios de los activos y flujos de cartera más grandes en las economías emergentes.

Los auges de los préstamos

Como se ha señalado más arriba, si el crédito crece demasiado rápido, los bancos pueden disminuir la calidad de las evaluaciones crediticias de los prestatarios. Además, durante los auges, pueden existir presiones competitivas para mantener la cuota de mercado, llevando a las instituciones financieras a adoptar criterios de calidad crediticia menores. Por otro lado, si suben los precios de los activos, como se ha señalado anteriormente, los valores de las garantías parecerán altos; aunque el auge sea pasajero, puede que los bancos carezcan de la información necesaria para saber si los ingresos de los prestatarios individuales han aumentado debido a motivos transitorios o permanentes. Por todas estas razones, los auges del préstamo pueden ser peligrosos. Sin embargo, este peligro es rara vez visible durante el auge. Dado que todos los préstamos nuevos no pueden ser morosos por definición, la cartera vencida disminuirá y, dado que los deudores normalmente parecerán tener bajo riesgo crediticio, las ponderaciones del riesgo que influyen en los ratios de solvencia de los bancos disminuirán, provocando la subida de los coeficientes de solvencia. Los problemas del sistema bancario, por lo tanto, tienden aparecer solo una vez que el auge del préstamo ha pasado.

En un artículo anterior, Gavin y Hausmann (1996) descubren que el aumento del crédito es un precursor frecuente de las crisis bancarias. Los recientes resultados de Schularick y Taylor (en prensa) y Gourinchas y Obstfeld (en prensa) apoyan esta perspectiva, y en su estudio Demirgüç-Kunt y Detragiache (2005) sostienen que el aumento del crédito es uno de los determinantes más robustos de las crisis bancarias sistémicas. Sin embargo, en el Informe sobre la estabilidad financiera mundial, del FMI, de septiembre de 2011 (FMI 2011, Capítulo 3), se sostiene que, aunque el aumento del crédito es sin duda un determinante importante, el alto aumento del crédito dista mucho de ser un indicador preciso de futuros problemas. Las

¹¹ Un aumento de un punto en la desviación estándar en el déficit en cuenta corriente conduce a un aumento de los precios inmobiliarios de 10%; ver también Reinhart y Reinhart (2008).

¹² Utilizando una metodología VAR, Sá *et al.* (2011) también llegan a la conclusión de que una perturbación de las entradas de capital conduce a un aumento de los precios inmobiliarios en los países de la OCDE.

falsas alarmas de crisis (los llamados errores de tipo I) y las crisis no predichas (errores de tipo 2) siguen siendo relativamente altas.

Por otro lado, la evidencia que señala que los aumentos de entradas de capital están sistemáticamente asociados con auges del préstamo no es concluyente. Sachs *et al.* (1996) encuentran que no hay relación entre los auges del préstamo y los auges de entradas de capital durante las crisis en los años noventa. Gourinchas *et al.* (2001), con datos hasta 1999, encuentran solamente un ligero aumento en las entradas de capital durante los auges del préstamo. Más recientemente, Calderón y Servén (2011), utilizando datos trimestrales que van de 1970 a 2010, llegan a la conclusión de que “son escasos los auges del precio de los activos y de las bonanzas de entradas de capital que acaban en auges del préstamo, aún cuando éstos suelen verse precedidos por estos otros tipos de auges.” Aunque Mendoza y Terrones (2008), constatan que la mitad de los auges del préstamo en su muestra iban acompañados de grandes entradas brutas de capital, la evidencia existente no apoya necesariamente la idea convencional de que las entradas de capital necesariamente alimentan los auges del préstamo.¹³

Estos resultados contrastados podrían deberse a la sutil relación entre entradas y salidas de capital. Powell, Ratha y Mohapatra (2002) sostienen que las entradas y las salidas están sumamente correlacionadas. De hecho, las entradas incluso pueden “provocar” las salidas y viceversa.¹⁴ Sin embargo, los datos también despliegan otros rasgos. Por ejemplo, Arberola *et al.* (2011) sostienen que los países emergentes tienden a experimentar juntos los auges de entradas de capital, mientras que las salidas son mucho más heterogéneas. Concretamente, señalan que cuando aumentan las entradas, los países con reservas más altas tienden a tener niveles más bajos de salidas que otros países.

La inestabilidad del sector bancario

La idea convencional es que los auges de entradas de capital provocan auges de crédito, que favorecen la emergencia de crisis bancarias. Sin embargo, como se ha señalado más arriba, puede que intervengan otros mecanismos. Entre estos, se incluyen los auges del precio de los activos, aún cuando las entradas de capital resultantes no estén sujetas a la intermediación del sector bancario.

Si bien estudios anteriores, en general, no han podido encontrar resultados robustos,¹⁵ hay una nueva línea de investigación que es cada vez más exitosa en vincular el rápido crecimiento de las entradas (un auge, bonanza o boom) con un aumento de la probabilidad de crisis

¹³ Un reciente artículo de Furceri, Guichard y Rusticelli (2011a y 2011b) calcula las funciones de impulso-respuesta del crédito al sector privado después del comienzo de una bonanza de entradas de capital y encuentran una respuesta positiva. Sin embargo, la limitación de esta metodología es que no permite la determinación de la dirección de la causalidad (Jorda, 2005).

¹⁴ Por ejemplo, la venta de una empresa a no residentes puede dar lugar a entradas pero también a salidas, dado que los residentes colocan parte de los ingresos en el exterior. Los residentes que colocan dinero en el exterior (salidas), motivados por planificaciones fiscales legales o para evadir impuestos, podrían traer el dinero de vuelta, quizá como un préstamo de la misma institución financiera, obteniendo así cualquier beneficio fiscal ofrecido al financiamiento de la deuda.

¹⁵ Ver Sachs *et al.* (1996), Eichengreen y Rose (1998), Radelet y Sachs (1998), Fernández-Arias y Hausmann (2001), Eichengreen y Arteta (2002) y Mendis (2002).

financieras, entre ellas las crisis bancarias sistémicas. Reinhart y Reinhart (2009) analizan cómo las economías se desenvuelven durante y después de “bonanzas de flujos de capital”¹⁶ y descubren que las bonanzas están asociadas con una probabilidad más alta de crisis bancaria, de divisas, soberana y de inflación en los países en vías de desarrollo. Caballero (2010) encuentra que los auges en las entradas de capital netas están asociados con una mayor probabilidad de crisis bancarias sistémicas. Furceri, Guichard y Rusticelli (2011a y 2011b) encuentran resultados similares para las entradas brutas de flujos de deuda. Una vez más, el tipo de entrada parece tener importancia, y los flujos bancarios y de cartera son especialmente problemáticos.¹⁷

¹⁶ El término “bonanza” fue utilizado por Calvo, Leiderman y Reinhart (1992).

¹⁷ Aizenmann y Jinjark (2009) y Sá *et al.* (2011).

APÉNDICE E

El cálculo de la probabilidad de crisis bancarias y recesiones

Los cuadros siguientes detallan los resultados de estimaciones econométricas (modelos probit) de la probabilidad de una crisis bancaria o recesión, condicionados a la existencia de un auge de entradas de capital. Se emplean tres definiciones de auges de entradas de capital. La primera, descrita en el Capítulo 4, comprende el área total de “exceso” de entradas brutas relacionada con un nivel normal calculado utilizando un filtro Hodrick-Prescott recursivo. Un auge de entradas se define como aquellas áreas mayores que la mediana del conjunto de la muestra. La segunda toma en cuenta las entradas brutas anuales y define un auge de entradas como cualquier año en que las entradas superan la tendencia específica de cada país más una desviación estándar, y la entrada es superior en un punto porcentual del PIB. La tercera definición es la misma que la segunda pero añade casos adicionales donde las entradas brutas anuales son superiores al percentil 75 de la distribución de entradas para la región del país en el conjunto de la muestra. Para cada definición, se incluye una especificación general y una versión parsimoniosa de una

CUADRO • E.1

Regresiones probit de la probabilidad de una crisis bancaria

| | Definiciones de auge de entradas de capital | | | | | |
|---|---|----------------------|---------------------------------|--------------------|----------------------------|--------------------|
| | Área total sobre la tendencia (1) | | Anual sobre la tendencia (2) | | (2) + Relativo a la región | |
| | General | Parsimoniosa | General | Parsimoniosa | General | Parsimoniosa |
| Tamaño de la entrada de capital | -0,012 (0,750) | | -0,146 (0,342) | | -0,124* (0,075) | -0,055 (0,216) |
| Entradas bancarias/ Entradas totales | 0,579** (0,036) | 0,494** (0,025) | 1,064 (0,315) | | 0,701 (0,198) | |
| Entradas de cartera/ Entradas totales | 0,711* (0,056) | 0,476* (0,087) | 3,558* (0,078) | 0,909 (0,169) | 1,380** (0,011) | 1,025** (0,015) |
| Reforma financiera | -4,906*** (0,002) | | -3,295 (0,239) | | -2,279** (0,042) | -1,517 (0,101) |
| Supervisión bancaria | | -1,042*** (0,005) | | -1,052* (0,058) | | |
| Salidas totales de capital/ Entradas totales | 0,082 (0,627) | | -1,204 (0,247) | | -0,186 (0,628) | |
| Crecimiento del crédito | 0,027 (0,949) | | 2,820 (0,293) | 2,273 (0,189) | 1,435* (0,065) | 1,071** (0,045) |
| Crecimiento de las reservas | -0,510 (0,261) | | -2,697 (0,162) | -1,717 (0,231) | -0,816 (0,295) | -0,869 (0,198) |
| Depreciación del tipo de cambio real | -0,489 (0,674) | | 7,43 (0,225) | | -1,491 (0,415) | |
| N | 61 | 61 | 46 | 47 | 67 | 71 |
| Seudo R2 | 0,411 | 0,353 | 0,60 | 0,537 | 0,446 | 0,350 |

Fuente: estimaciones de los autores.

Nota: los p-valores se muestran en paréntesis. Niveles de significancia del 1%, 5% y 10% se indican con ***, ** y * respectivamente.

regresión probit después de aplicar principios de reducción del modelo estándar. En el caso de las recesiones, y sólo con fines ilustrativos, también se detalla una especificación que incluye la existencia de una crisis bancaria. Ver Powell y Tavella (de próxima publicación) para más detalles.

CUADRO • E.2
Regresiones probit de la probabilidad de una recesión

| | Definiciones de auge de entradas de capital | | | | | |
|---|---|----------------------|------------------------------|---------------------|----------------------------|---------------------|
| | Area total sobre la tendencia (1) | | Anual sobre la tendencia (2) | | (2) + Relativo a la región | |
| | General | Parsimoniosa | General | Parsimoniosa | General | Parsimoniosa |
| Tamaño de la entrada de capital | -0,005 (0,837) | -0,005 (0,821) | -0,200 (0,162) | | 0,022 (0,440) | |
| Entradas bancarias/ Entradas totales | 0,050 (0,778) | -0,042 (0,830) | 0,988 (0,300) | | -0,249 (0,556) | |
| Entradas de cartera/ Entradas totales | 0,429 (0,161) | 0,243 (0,447) | 0,240 (0,676) | | 0,594* (0,070) | |
| Entradas de cartera | | | | 0,080 (0,110) | | 0,085*** (0,004) |
| Reforma financiera | -3,407*** (0,003) | | -6,418* (0,081) | -5,579* (0,067) | -1,042 (0,232) | |
| Supervisión bancaria | | -1,165*** (0,000) | | | | -0,541** (0,012) |
| Salidas totales de capital/ Entradas totales | -0,007 (0,717) | | 0,139 (0,109) | 0,062 (0,186) | 0,014 (0,373) | |
| Crecimiento del crédito | -0,006 (0,986) | | 15,043** (0,015) | 10,688** (0,027) | 0,430 (0,228) | 0,370 (0,266) |
| Crecimiento de las reservas | -0,973** (0,026) | -0,800* (0,068) | -6,618** (0,036) | -6,593** (0,021) | -1,297** (0,026) | -1,194** (0,019) |
| Depreciación del tipo de cambio real | 0,256* (0,097) | 0,237 (0,106) | -6,953 (0,146) | | 2,088 (0,128) | |
| N | 62 | 62 | 44 | 45 | 65 | 63 |
| Seudo R2 | 0,24 | 0,32 | 0,73 | 0,66 | 0,21 | 0,17 |

Fuente: estimaciones de los autores.

Nota: los p-valores se muestran en paréntesis. Niveles de significancia del 1%,5% y 10% se indican con ***, ** y * respectivamente.

APÉNDICE F

Una reseña del uso de instrumentos macroprudenciales en la Región

La región de América Latina y el Caribe tiene una historia relativamente larga en el empleo de lo que actualmente se denomina instrumentos macroprudenciales. Este apéndice hace un breve repaso de la experiencia reciente de algunos países de la Región con dichos instrumentos.

Provisiones dinámicas

En 2001, Uruguay adoptó un esquema de provisionamiento dinámico, basándose en la experiencia de España, que introdujo dicho esquema en el año 2000. La regulación de provisionamiento dinámico en Uruguay existe junto con las provisiones tradicionales por préstamos incobrables. La regulación uruguaya define un sistema basado en reglas que requiere a un banco contribuir a sus fondos específicos de provisionamiento dinámico la diferencia entre las pérdidas estadísticas netas mensuales sobre préstamos al sector privado no financiero y las pérdidas por préstamos incobrables realizadas en ese mes. El regulador define las ponderaciones para el cálculo de pérdidas estadísticas en diferentes categorías de préstamos.¹

En 2007, Colombia adoptó un modelo de provisionamiento dinámico que comprende provisiones individuales, contracíclicas y generales. Inicialmente, las provisiones se calculaban basándose en pérdidas esperadas en dos escenarios definidos por el regulador. Cada año el regulador definía qué escenario aplicar a la acumulación de provisiones individuales. Las provisiones contracíclicas se requerían sólo en años de rápido crecimiento del crédito. En 2010, el sistema fue enmendado para adoptar un modelo más basado en reglas en el que la acumulación y la liberación de las provisiones están vinculadas a un desempeño de cartera específico de cada banco. Las cantidades que deben acumularse siguen estando definidas por probabilidades de no pago previamente establecidas por el regulador. Los bancos pueden medir el riesgo de crédito de los préstamos utilizando ya sea un modelo de referencia definido por el regulador o modelos propios aprobados por el regulador.

Perú adoptó provisionamiento dinámico en 2008. La regulación se activa cuando el crecimiento del PIB interanual promedio a lo largo de los últimos 30 meses supera un umbral definido por el Banco Central. La activación de la regulación requiere a los bancos establecer un provisionamiento adicional más allá de las provisiones genéricas existentes (que son específicas para diferentes tipos de préstamos basados en categorías de deudores). Durante los periodos de desaceleración del crecimiento, se eliminan las provisiones adicionales o cíclicas.

En diciembre de 2008, Bolivia introdujo una regulación de provisionamiento dinámico basada en tipos de préstamo. La regulación requiere a los bancos mantener provisiones adicionales de entre 1,5% y 5,5% (dependiendo del tipo de préstamo). Durante una contracción, los bancos

¹ Esta y otras descripciones por país también se basan en Céspedes y Rebucci (2011).

pueden tener acceso a esos fondos para compensar hasta la mitad de las provisiones específicas adicionales requeridas en un determinado mes, siempre y cuando la provisión dinámica haya sido completada plenamente y que un indicador de calidad de los préstamos se haya deteriorado durante seis meses consecutivos. También se requiere la autorización del supervisor bancario. Se requiere a los bancos reponer estas provisiones una vez que han utilizado los fondos, y siempre y cuando el indicador de préstamos mejore.

Debido a la reciente adopción de estos esquemas de provisionamiento dinámico, es difícil medir su efectividad en la reducción del crecimiento excesivo del crédito o en la provisión de un amortiguador para los bancos durante las fases de contracción económica. Diferentes estudios analizados en Terrier *et al.* (2011) señalan que el esquema español ayudó a los bancos a enfrentar mejor la crisis que los bancos en otras economías industrializadas. Sin embargo, el provisionamiento dinámico no fue suficiente para reducir el carácter procíclico del crédito, y tuvo sólo un impacto marginal en el crecimiento del crédito. Por otro lado, como señalan Calderón y Servén (2011), las provisiones acumuladas durante el auge pueden resultar insuficientes para cubrir todos los préstamos incobrables después de la crisis.

Requisitos de reserva

La Región tiene una historia relativamente larga en el uso de requisitos de reserva o requisitos de liquidez de los bancos como instrumento macro para la gestión de la liquidez en el sistema financiero. Por ejemplo, Argentina empleó requisitos de liquidez bajo el régimen de convertibilidad explícitamente como un instrumento macro durante y después de la crisis del Tequila.

En 2008, Brasil introdujo cambios en los requisitos de reserva (RRs) como instrumento para aumentar la liquidez del sistema financiero y como mecanismo para dirigir créditos hacia el sector rural. Los RRs de depósitos a la vista fueron reducidos en tres puntos porcentuales (p.p.), hasta 42%, los RRs de depósitos a plazo en dos p.p., hasta 13%, y los RRs de ahorros rurales en cinco p.p. hasta 15%. Al contrario, en 2009, los RRs fueron utilizados como instrumento para manejar el ciclo económico durante su fase ascendente, y se aumentaron los RRs de los ahorros rurales y los depósitos a la vista en 1 p.p. Los RRs de los depósitos a plazo fueron aumentados a niveles por encima de los vigentes antes de la crisis financiera internacional. Además, el Banco Central introdujo RRs para limitar las posiciones netas en moneda extranjera de los bancos, imponiendo RRs a las entradas de capital, como se verá más abajo.

El Banco Central de Colombia intentó disminuir el crecimiento del crédito a mediados de 2007 introduciendo nuevos RRs marginales a los depósitos internos de hasta 27% (cubriendo depósitos a plazo y cuentas corrientes y de ahorro). Como en Brasil, estas medidas se complementaron con RRs a las entradas de capital. También, como en Brasil, en el peor momento de la crisis a finales de 2008 y en 2009, el Banco Central redujo los RRs intentando mantener una liquidez adecuada en el sistema. También fueron eliminados los RRs marginales.

Las autoridades de Perú también han utilizado RRs decididamente con el fin de gestionar el ciclo crediticio y mitigar el aumento de las entradas de capital. Se aumentaron los RRs convencionales no remunerados a comienzos de 2008 tanto para los depósitos en moneda local como en moneda extranjera. Se introdujeron RRs marginales para los depósitos en moneda local (hasta 25%) y se aumentaron los RRs marginales para los depósitos en divisas (de 30% a

50%). Después de la quiebra de Lehman Brothers en 2008, estos cambios fueron derogados. Durante la aceleración del crecimiento y la reanudación de entradas de capital en 2010 y 2011, las autoridades aumentaron los RRs marginales a niveles incluso mayores (de hasta 55% para divisas y 25% para moneda local).

Requisitos de reserva e impuestos a las entradas de capital

Chile fue de los primeros en adoptar requisitos de reserva sobre préstamos extranjeros para mitigar las presiones a la apreciación durante el auge de entradas de capital en los años noventa. Los RRs a los préstamos externos fueron ajustados con frecuencia, fluctuando entre 10% y 30% y el periodo de tenencia dependía de la duración del plazo del crédito. Sin embargo, en el reciente episodio de entradas de capital a la región, Chile no ha utilizado activamente RRs y ha conservado su política de RRs no remunerados de 0% sin introducir cambios.

En octubre de 2009, en momentos de considerables entradas de capital, Brasil volvió a introducir el IOF (*Imposto Sobre Operações Financeiras*), utilizado por primera vez en los años noventa y, desde 2008, fijado en cero. El IOF impuso un impuesto de 2% a las entradas de capital de títulos de renta fija y de flujos de cartera en acciones (los flujos de IED y de créditos externos fueron exentos). A finales de 2010, las autoridades aumentaron el impuesto a 6%, además de aumentar de 0,38% a 6% un impuesto sobre los ajustes marginales diarios sobre las posiciones de no residentes en divisas y en contratos de tasa de interés. También hay un límite a la posición abierta neta en divisas que tengan los bancos (30% del capital). Sin embargo, ya que las transacciones que apoyan el *carry trade* de los bancos comprendían a la vez una posición larga y corta en divisas, este límite de la posición abierta neta no es vinculante. Además, dado que el IOF eximía los préstamos externos, se produjo un aumento brusco de estos préstamos externos a finales de 2010. Por consiguiente, en marzo de 2011, las autoridades ampliaron el IOF de 6% a préstamos externos de corto plazo (para préstamos de hasta un año).

El Banco Central de Colombia también ha impuesto medidas para limitar la exposición en moneda extranjera de los bancos y restringir la entrada de capital. RRs no remunerados a préstamos externos de corto plazo fueron introducidos por primera vez en 1993, y requerían tener en reserva hasta un 47% de los préstamos externos por un periodo de hasta 12 meses. En 2000, los RRs fueron fijados en 0% pero no fueron eliminados de la regulación. Durante el reciente episodio de entradas de capital, el Banco Central reactivó los RRs. En mayo de 2007, los RRs aumentaron a 40% con un periodo de tenencia de seis meses para todos los tipos de préstamos externos y para flujos de cartera, independientemente de su vencimiento. Además, se impuso un límite a la posición bruta de los bancos en derivados en divisas de 500% del capital tanto para posiciones cortas como largas. En octubre de 2008, los RRs no remunerados quedaron fijados en cero.

Las autoridades en Perú también han utilizado activamente RRs. En medio de un auge de entradas de capital a comienzos de 2008, el Banco Central aumentó el RR marginal hasta 30% para depósitos bancarios de no residentes. Posteriormente, se disminuyó el RR a su nivel original de 6% en 2009. Sin embargo, con el renovado y rápido crecimiento en entradas de capital a mediados de 2010, se volvió a aumentar los RRs, con tasas de hasta 55%. Los RRs marginales para depósitos en divisas de los residentes nacionales fueron aumentados adicionalmente en 2010. Como medida complementaria, la remuneración de estos fondos se redujo. En 2011, el

Banco Central redujo los RRs para los pasivos externos en divisas con vencimientos por debajo de dos años (de 75% a 60%), pero amplió su aplicación a los créditos canalizados a través de sucursales externas de las entidades financieras nacionales.

La nutrida literatura sobre la efectividad de RRs y de impuestos a las entradas de capital señala que en la mayoría de los casos los RRs son efectivos para alterar la composición de las entradas de capital, inclinándolas hacia vencimientos más largos. Sin embargo, la evidencia sobre su efectividad para disminuir el volumen de las entradas netas de capital es menos clara. Por lo tanto, los RRs parecen no ser efectivos para mitigar las presiones de apreciación durante los episodios de grandes entradas de capital. A pesar de estos resultados, Montoro y Moreno (2011) evalúan la reciente experiencia de Brasil, Colombia y Perú con RRs, y descubren que la aplicación de RRs “puede haber contribuido a estabilizar las tasas interbancarias e influido en el mercado de manera que se moderaron los flujos de capital. También pueden haber contribuido a normalizar el crecimiento del crédito durante las fases de expansión y contracción del ciclo económico y financiero”. A pesar de estas conclusiones, los RR pueden exacerbar las distorsiones en el sistema financiero que aumentan el costo del crédito y disminuyen la intermediación financiera, en parte porque los bancos tienden a reducir su financiamiento a través de depósitos cuando se enfrentan a RRs.

Instrumentos para gestionar y limitar el riesgo cambiario sistémico

Las autoridades económicas en las economías altamente dolarizadas como Perú y Uruguay han introducido medidas prudenciales para gestionar el riesgo en créditos en moneda extranjera. En Perú, desde 2006, los bancos han tenido que acumular provisiones adicionales de hasta 1% para las operaciones de crédito y leasing en divisas (excepto aquellas con garantías automáticas). Además, desde julio de 2010, se requiere a los bancos tener un requisito de capital adicional de 2,5% del total de la exposición en moneda extranjera.

En Uruguay, el provisionamiento adicional también se aplica a los préstamos en divisas. Para elaborar las provisiones adicionales de los préstamos comerciales, se requiere a los bancos evaluar la capacidad del cliente para pagar en caso de depreciaciones de hasta 60% y provisionar según una escala fijada por el regulador (con provisiones de hasta 7%, si se considera que el prestatario no será capaz de pagar si se da una depreciación de 20%). Para los préstamos de consumo, las provisiones dependen de los ingresos del prestatario en relación con los pagos mensuales proyectados, con provisiones de hasta 20%.

Requisitos de liquidez

En 2009, Colombia adoptó regulación requiriendo a las entidades financieras gestionar el riesgo de liquidez. La regulación pretende identificar, medir, controlar y monitorear el riesgo de liquidez en la cartera de negociación y dentro y fuera de los balances de los bancos. El regulador ha desarrollado unas directrices mínimas, basándose en un conjunto de indicadores financieros y de mercado, para medir la liquidez de entidades crediticias, y se requiere a las entidades crediticias presentar al regulador un informe semanal que mide su riesgo de liquidez. El informe estándar permite al banco central llevar a cabo pruebas periódicas de estrés para medir el riesgo

de liquidez de entidades financieras individuales y del conjunto del sistema. Los resultados de estas pruebas de estrés se reportan en el informe de estabilidad financiera del Banco Central.

La relación préstamo-valor

En diciembre de 2010, Brasil introdujo regulaciones para restringir las reglas ya existentes sobre la relación préstamo/valor (ratio LTV *loan-to-value ratio*) en los préstamos para compra de vehículos. El objetivo de la regulación era desalentar los altos ratios LTV de los préstamos para compra de vehículos. Concretamente, la nueva regla estimula una mayor ponderación del riesgo en los préstamos con un alto ratio LTV, para cualquier vencimiento. Terrier *et al.* (2011) destacan el hecho de que las ventas de vehículos se estancaron inmediatamente después de la introducción de la nueva regulación.

APÉNDICE G

Cálculos de balance estructural

Con el fin de medir los resultados fiscales y evaluar las políticas, es útil descomponer los ingresos totales (I), distinguiendo entre ingresos estructurales (IE) e ingresos transitorios (IT), y luego considerar el balance primario estructural (BE), que descarta los ingresos transitorios (en contraste con el balance primario observado definido en el Capítulo 5 (B)).

$$\begin{aligned}\text{Balance primario (B)} &= \text{ingresos totales (I)} - \text{gastos primarios (G)} = \\ &\text{ingresos transitorios (IT)} + \text{ingresos estructurales (IE)} - \text{gastos primarios (G)} \\ \text{Balance primario estructural (BE)} &= \text{ingresos estructurales (IE)} - \text{gastos primarios (G)} = \\ &\text{balance primario (B)} - \text{ingresos transitorios (IT)}\end{aligned}$$

En este análisis, los ingresos se separaron en transitorios y estructurales de la siguiente manera.¹ Los ingresos transitorios vinculados al PIB se calcularon como la recaudación de impuestos asociada con la brecha del producto, que es igual a la diferencia entre el PIB observado y el PIB estructural o tendencial.² Como es de esperar, los ingresos transitorios siguen un patrón predecible inducido por el ciclo económico (Capítulo 5, Gráfico 5.2). Sin embargo, los ingresos transitorios vinculados a las materias primas dependen de la evolución exógena de los precios internacionales de las mismas. Los ingresos estructurales o de largo plazo se calcularon con dos métodos alternativos. El método del ingreso se basa en extraer la tendencia de las series de ingresos por materias primas en cada país exportador de las mismas, de una manera similar al método utilizado en Chile, que tiene un procedimiento establecido para producir estas estimaciones.³ El método de precio se basa en los ingresos asociados con la brecha entre el precio efectivo de venta y un precio de referencia, estructural a largo plazo, tomado del pronóstico de precio de mercado de las materias primas relevantes con un horizonte de cinco años.⁴ Los ingresos transitorios por productos primarios disminuyeron y luego repuntaron bruscamente,

¹ Para este análisis se utilizaron datos de frecuencia trimestral. Los ingresos, gastos y balances que se reportan en cada trimestre son desestacionalizados y corresponden a la acumulación de los últimos cuatro trimestres.

² El PIB tendencial fue calculado como un filtro HP con $\lambda = 1600$ (datos trimestrales) para filtrar las series observadas en tiempo real (sólo considerando información de 6 trimestres hacia el futuro en cada punto del tiempo). Se supone una elasticidad unitaria para el ingreso fiscal.

³ Aplicamos un filtro HP a los ingresos por materias primas en Chile en cada punto del tiempo (en tiempo real) y seleccionamos el parámetro λ que mejor se aproxima a las estimaciones chilenas a lo largo del tiempo. Luego aplicamos el mismo método de filtrado a los ingresos por materias primas en cada país, controlando por quiebres estructurales en todos los casos. Este método se basa en BID (2007). Sin embargo, aquí nos centramos exclusivamente en los ingresos por materias primas, en vez de los ingresos totales (y simulamos el método chileno utilizando un filtro en tiempo real, en lugar de utilizar observaciones no disponibles en el futuro). Por lo tanto, nuestro método de ingreso sólo es relevante para el grupo de países exportadores de materias primas.

⁴ Los pronósticos de consenso en tiempo real se obtuvieron de Bloomberg y fueron complementados con información adicional del mercado cuando eran incompletos. Este método es similar al utilizado por Vladkova-Hollar and Zettelmeyer (2008).

pero son directamente relevantes sólo para los ocho países exportadores de materias primas en la muestra.

Un análisis de sostenibilidad fiscal estructural proporciona una manera de resumir las consideraciones relacionadas con el margen fiscal y comparar la situación actual con la situación antes de la crisis. Dado un pronóstico de crecimiento del PIB estructural o tendencial (g), este marco determina el nivel del balance primario estructural (b) que se requiere para sostener un nivel inicial de la deuda estructural (d) a ser refinanciada a una cierta tasa de interés real esperada (r). Este marco conjuga las perspectivas de crecimiento, la carga de la deuda inicial y las correspondientes condiciones de financiamiento que se espera que el país enfrente para determinar el nivel de balance primario estructural al que el país debería apuntar (descartando circunstancias excepcionales de crisis) para hacer la deuda sostenible. Como aproximación, el balance primario estructural requerido es igual a $b^* = d(r - g)$. La brecha entre este balance estructural requerido y el observado, tomado como una medida de la posición fiscal en tiempos normales, es un indicador del margen fiscal.

APÉNDICE H

Paquetes específicos de estímulos fiscales

El cuadro siguiente detalla diversos paquetes de estímulos fiscales implementados en la Región en respuesta a la Gran Recesión. Los paquetes fueron clasificados en tres categorías, y la columna final resume si estas medidas de estímulos fueron mantenidas o anuladas, total o parcialmente.

CUADRO • H.1

Medidas contracíclicas anunciadas a diciembre de 2009

| País | (1) Programas de empleo | (2) Protección social | (3) Estímulos fiscales | ¿Estas políticas se han mantenido o han sido reducidas en 2010–11? |
|-----------|---|--|---|--|
| Argentina | Subsidio de 10% del costo laboral durante 12 meses ampliable a 12 meses más (a 5%). Promoción de formalización del trabajador (mediante incentivos). | | | (1) Reducidas |
| Bahamas | Introducción del subsidio de empleo y del Programa Nacional de Formación para trabajadores de la industria hotelera recientemente despedidos. | | | (1) Eliminadas |
| Barbados | Introducción del fondo de ayuda a la inversión en turismo. Se permite a los empleadores aplazar un año las contribuciones al Sistema de Seguridad Social (NIS). | Transporte gratis para todos los alumnos. Fondo de formación del NIS para nueva formación de los trabajadores que han perdido su empleo. Prestaciones de desempleo pagadas por el NIS. | Construcción de dos grandes edificios de oficinas por el NIS para posterior alquiler al gobierno. Proyectos de infraestructura. Garantía de préstamo proporcionada por el gobierno a financistas y promotores privados para reanudar el importante Hotel Four-Seasons y proyecto de villas en la costa oeste. | (1) Mantenidas (2) Las prestaciones por desempleo fueron ampliadas de 26 semanas a 40 semanas para cubrir los desempleados de más larga duración. (3) Mantenidas |
| Bolivia | Aumento del salario mínimo de 12% (14% en sectores de educación y salud). | Subsidios en efectivo para madres embarazadas y lactantes (<i>Bono Juana Azurduy</i>). | | (1) Otro aumento de 10% en 2011, pero debido a presiones inflacionarias. (2) Mantenidas como programa permanente |

(continúa en la página siguiente)

CUADRO • H.1

Medidas contracíclicas anunciadas a diciembre de 2009 (continuación)

| País | (1) Programas de empleo | (2) Protección social | (3) Estímulos fiscales | ¿Estas políticas se han mantenido o han sido reducidas en 2010–11? |
|----------|--|---|---|---|
| Brasil | Ampliación de seguro de desempleo para trabajadores despedidos desde diciembre de 2008. | Ampliación del Programa PTC <i>Bolsa Família</i> a 1,3 millones de familias más y aumento en el importe de la transferencia. Nuevo programa de vivienda “ <i>Minha Casa Minha Vida</i> ”. | Diversas reducciones (impuesto a la renta individual, reducción de impuesto IPI para electrodomésticos, materiales de construcción y vehículos motorizados, impuestos eliminados transitoriamente para motos, trigo, pan, reducción de impuestos a las operaciones de crédito). | (1) Reducidas (2) Mantenidas (3) Parcialmente reducidas |
| Chile | Subsidio de empleo para trabajadores jóvenes con bajos salarios. Ampliación del Fondo de Solidaridad para los desempleados para brindar acceso a todos los trabajadores desempleados. | Transferencia adicional al contado a hogares de bajos ingresos. Pago de US\$70 por familia disponible para la mayoría de hogares vulnerables en marzo 2009. | Inversiones públicas en infraestructuras y vivienda. Diversas reducciones fiscales. | (1) Mantenidas (2) Reducidas (3) Reducidas |
| Colombia | | Aumento del número de familias cubiertas por Familias en Acción en 1,5 millones. Se calcula que los programas sociales aumentarán en 42% en relación con 2008. | Inversiones en obras públicas. | (2) PTC mantenidas y ampliadas a 2,6 millones de familias. (3) Reducidas |
| Honduras | Aumento del salario mínimo hasta US\$290 en zonas urbanas y US\$215 en zonas rurales. | Aumento de la cobertura de programa PTC <i>Red solidaria</i> de 150.000 a 220.000. | | (1) Mantenidas (2) Mantenidas y ampliadas (bajo nueva denominación <i>Bono 10mil</i>). |
| México | El programa de empleo temporal a nivel federal fue ampliado en un 40% más de lo planificado. Introducción del programa de preservación del empleo para proteger el empleo en empresas vulnerables. | Lanzamiento del Programa de Apoyo Alimentario (PAL) y ampliación del Programa Oportunidades. | Inversiones públicas en infraestructuras, apoyo al sector privado y reducción de las tarifas eléctricas para los hogares. | (1) Programa de empleo temporal ampliado (26% en relación a 2009). Programa de preservación del empleo reducido (2) PAL ampliado y Oportunidades Mantenidas. (3) Mantenidas |

(continúa en la página siguiente)

CUADRO • H.1

Medidas contracíclicas anunciadas a diciembre de 2009 (continuación)

| País | (1) Programas de empleo | (2) Protección social | (3) Estímulos fiscales | ¿Estas políticas se han mantenido o han sido reducidas en 2010–11? |
|-----------|---|---|---|--|
| Nicaragua | Lanzamiento <i>Programa Nacional de Inserción Laboral</i> (Se espera que 1.000 jóvenes ingresen en el mercado laboral). | Diversos programas de complemento nutricional como el <i>Programa Alimentos</i> . | | (1) Reducidas (2) Reducidas |
| Paraguay | Generación de empleo a través de programa de obras públicas. | Ampliación de la cobertura PTC a 120.000 familias más. | Aumento del gasto público (50% en infraestructura). | (1) Mantenidas (2) Mantenidas |
| Perú | Planes de incentivos para formalización de trabajadores, programas de asistencia. | | Inversión en infraestructura y apoyo al sector privado. | (1) Reducidas (3) Reducidas |
| Uruguay | Programas de ayuda y de formación. | | 1) Incentivos para la inversión (deducción de 120% de los gastos de inversión en el cálculo del impuesto de la renta); 2) Aumento de la inversión pública; 3) Exención fiscal del valor del gasoil de la industria durante 90 días; 4) Exención del impuesto de sociedades para industrias que emplean “trabajadores calificados” (p. ej, marina mercante, automotriz). | (1) Reducidas (3) Reducidas |

Fuente: CEPAL (2009) y BID (2012).

APÉNDICE I

Margen fiscal contracíclico

El cuadro clasifica los países en tres categorías en relación a su margen fiscal para las medidas de estímulo contracíclicas. Los países con espacio restringido son aquellos donde, de acuerdo a una metodología estándar en base a supuestos sobre el crecimiento y las tasas de interés, las estimaciones de balance estructural implican que se requiere un ajuste fiscal sustancial para mantener los actuales niveles de deuda; aquellos en la categoría intermedia requieren un nivel de ajuste fiscal menor para mantener los actuales niveles de deuda, y aquellos en la categoría amplia, actualmente, no requieren ajuste fiscal para mantener los niveles de deuda. Esta clasificación está sujeta a las reservas habituales asociadas a toda metodología estándar, que puede no atender debidamente características particulares importantes.

CUADRO • 1.1

| Margen | Escenarios | | |
|--------------------|--|--|--|
| | Optimista | Central | Pesimista |
| Amplio | Argentina Belice Bolivia Chile Colombia Costa Rica Ecuador El Salvador Nicaragua Panamá Paraguay Perú República Dominicana Uruguay Venezuela | Argentina Belice Bolivia Chile El Salvador Nicaragua Paraguay Venezuela | Argentina Belice Bolivia Nicaragua |
| Intermedio | Brasil Guatemala Haití México | Brasil Ecuador Panamá Perú República Dominicana Uruguay | El Salvador Paraguay Uruguay Venezuela |
| Restringido | Las Bahamas Barbados Honduras Jamaica | Las Bahamas Barbados Colombia Costa Rica Guatemala Haití Honduras Jamaica México | Las Bahamas Barbados Brasil Chile Colombia Costa Rica Ecuador Guatemala Haití Honduras Jamaica México Panamá Perú República Dominicana |

Fuente: Latin Macro Watch, BID (2012) y cálculos de los autores.

APÉNDICE J

Medición de las exposiciones directas e indirectas

Con el fin de considerar la exposición directa e indirecta de América Latina y el Caribe a la periferia europea, se calculan las siguientes medidas:

$$a. \text{ Exposición directa: } = \frac{\sum_{j=SIPIG} Claims_{ji}}{Credit_i}$$

donde el numerador es la suma de los activos externos (*foreign claims*) de los bancos de todos los países SIPIG (España, Italia, Portugal, Irlanda y Grecia) frente al país i de ALC, y el denominador es el crédito interno en el país i de ALC.

$$b. \text{ Exposición indirecta 1: } = \sum_{j=US, Eur, Ja, UK} \frac{Claims_{j, SIPIG}}{Capital_j} * \frac{Claims_{ji}}{Credit_i}$$

donde el primer término son los activos externos de los bancos de j (que es cada uno de los siguientes: Estados Unidos, la Zona euro (no SIPIG), Japón y Reino Unido) frente a SIPIG dividido por el capital de los bancos en ese país j , y el segundo término son los activos externos de los bancos de j frente al país i de ALC.

$$c. \text{ Exposición indirecta 2: } = \sum_{j=US, Eur, Ja, UK} \sum_{k=US, Eur, Ja, UK, k \neq j} \frac{Claims_{kj}}{Capital_k} * \frac{Claims_{j,i}}{Capital_j} * \frac{Claims_{ji}}{Credit_i}$$

donde el primer término ahora representa los activos externos de los bancos de k frente a j (donde k es cada uno de los siguientes: Estados Unidos, zona euro (no SIPIG), Japón y Reino Unido) pero donde k no puede ser el mismo que j dividido por el capital de los bancos en k . Esta medida no sólo toma en cuenta quién presta a ALC estando expuesto a la periferia europea, sino también quién presta a ALC pero también presta a alguien más que está expuesto a la periferia europea.

APÉNDICE K

Un análisis del rol de los bancos extranjeros en América Latina y el potencial de transmisión de las perturbaciones

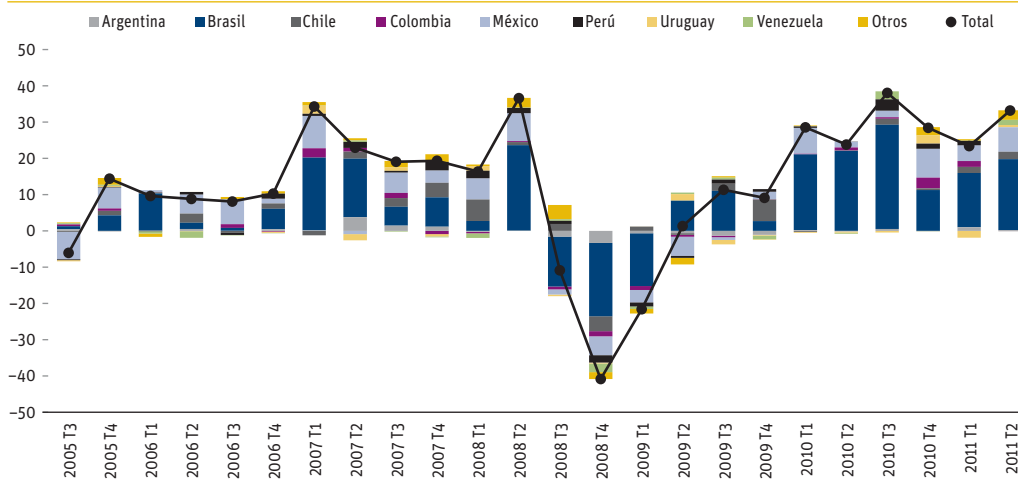
Los bancos extranjeros han jugado un rol positivo en América Latina y el Caribe en el perfeccionamiento de la gestión y la eficiencia de los sistemas financieros locales.¹ Sin embargo, sus efectos en la estabilidad han sido sujeto de intensos debates. El BID (2004) sostiene que los bancos extranjeros pueden tener un efecto positivo (proporcionando una fuente diversificada de financiamiento para resguardarse contra las perturbaciones locales de liquidez) y un efecto negativo (es decir, cuanto más diversificado sea un banco en distintos países, mayor podrá ser el carácter de sustitutos de esas inversiones y más agudo el saneamiento como respuesta a una perturbación negativa en un determinado país).² Además, los bancos extranjeros pueden importar perturbaciones negativas de sus países de origen. Peek y Rosengreen (2000) encuentran evidencias de que los bancos japoneses en Estados Unidos importaron problemas de la economía japonesa a Estados Unidos, y Martínez-Peria, Powell y Vladkova-Hollar (2005) demuestran, en términos más generales, que las perturbaciones negativas en un país de origen pueden afectar el comportamiento de los bancos en los países anfitriones de las filiales de esos bancos. Es evidente que no se trata únicamente de un problema académico. Durante la reciente crisis de Lehman, se produjo una brusca disminución de los créditos internacionales a la Región (ver Gráfico K.1) que afectó a todas las economías grandes.

Al analizar la reciente crisis, Cetorelli y Goldberg (2011) presentan evidencias de que los bancos de propiedad extranjera que enfrentaron perturbaciones de liquidez recortaron tanto los créditos transfronterizos a los mercados emergentes como los créditos locales en dichos mercados. Esta situación fue agravada por el impacto negativo en los bancos de propiedad nacional. Kamil y Rai (2010) sostienen que un deterioro de los indicadores financieros del banco matriz en las economías avanzadas condujo a una reducción en su financiamiento a América Latina. Galindo, Izquierdo y Rojas-Suárez (2010) también concluyen que el aumento de la aversión al riesgo en las economías de altos ingresos provocó una disminución del crédito real hacia la Región. Takáts (2010) sostiene que, como causa de la brusca caída de los préstamos bancarios a las economías emergentes durante la crisis, el impacto de factores de oferta fue superior al de factores de demanda.

Sin embargo, la evidencia señala que cuanto más alta es la exposición total de un banco extranjero (normalmente correlacionada con una presencia física considerable) menos procíclico puede ser el banco, que los créditos locales con financiamiento local tienden a ser más estables que los créditos transfronterizos, y que los bancos españoles en la Región tienden a ser más estables que sus otros pares extranjeros ante las perturbaciones internacio-

¹ Ver, por ejemplo, Claessens y Leaven (2003).

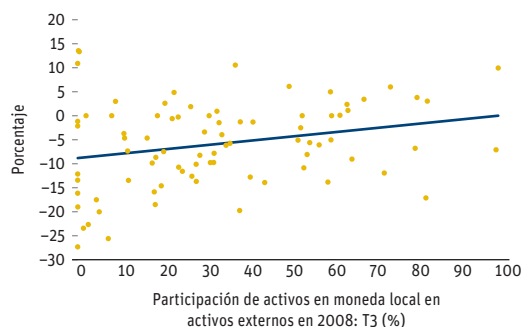
² Ver Galindo, Micco y Powell (2005) para un análisis teórico y empírico adicional.

GRÁFICO • K.1**Cambio trimestral de activos transfronterizos frente a América Latina y el Caribe***(miles de millones de dólares de EE.UU.)*

Fuente: Estadísticas bancarias territoriales del BPI por lugar de residencia, BPI (2012).

nales.³ Concretamente, la evidencia señala que los países con una proporción más alta de activos denominados en moneda local en el total de activos de bancos extranjeros frente al país se vieron menos afectados en 2008 (ver Gráfico K.2).^{4 5}

Sin embargo, hay una variación considerable entre países y, si la crisis europea se agudiza, puede que la Región se vea expuesta a otros impactos potenciales. Van Rijckeghem y Weder (2003), por ejemplo, documentan los “efectos de prestamista común” como importantes canales de transmisión de las crisis mexicana y asiática, dado que los créditos a las economías emergentes

GRÁFICO • K.2**Cambio en los activos externos durante la crisis de 2008**

Fuente: Estadísticas bancarias consolidadas en base a prestatario inmediato, BPI (2012).

³ Martínez-Pería, Powell y Vladkova-Hollar (2005), Kamil y Rai (2010) y Galindo, Izquierdo y Rojas-Suárez (2010).

⁴ De la misma manera, Ongena *et al.* (2011) encuentran reducciones más pronunciadas en préstamos internacionales hacia países de Europa del Este cuando los sistemas bancarios están financiados en una medida relativamente menor con depósitos locales.

⁵ El gráfico incluye 82 economías receptoras según lo reportado por bancos de 25 sistemas bancarios que declaran al BPI. Uruguay no aparece dado que es un país atípico donde los activos de bancos extranjeros aumentaron en 47% durante el periodo.

de los países acreedores muy expuestos a aquellos países en crisis se redujeron sustancialmente. Cetorelli y Goldberg (2010) encuentran resultados similares y llegan a la conclusión de que las contracciones de los préstamos de los bancos en los mercados emergentes fueron más fuertes durante la crisis si éstos habían sido dependientes de créditos transfronterizos provenientes de sistemas bancarios más vulnerables. Por lo tanto, los países de América Latina y el Caribe vinculados a bancos en Estados Unidos, Reino Unido, Francia, Alemania o Japón que ya se encuentran expuestos a países de la periferia de la zona euro podrían ver considerablemente reducido su acceso a créditos internacionales.

Las debilidades de los bancos europeos también pueden afectar a las economías de la Región a través de otros canales. En primer lugar, los bancos europeos parecen haber tenido una importancia especial en el financiamiento al comercio (*trade finance*). En segundo lugar, los bancos europeos se encuentran en un proceso de desapalancamiento. Aunque las filiales estén totalmente financiadas por depósitos locales, dado que el capital es evaluado por los supervisores en los países de origen sobre una base consolidada, es muy posible que el desapalancamiento afecte a los créditos locales así como a los créditos transfronterizos. El desapalancamiento implica recaudar capital o reducir los activos. Los bancos europeos pueden concentrar la venta de sus activos fuera de su país en parte por regulaciones locales. Si dichos activos consisten en bancos enteros con una gestión *in situ* y hay fondos de inversión ilimitados para inversión, esas ventas podrían tener un impacto limitado en la Región. Sin embargo, si las entidades son desmanteladas y las relaciones entre prestatarios y prestamistas —la esencia misma del sistema bancario— se rompen, o si sólo hay disponibles fondos limitados para comprar esos activos, dichas ventas podrían tener efectos negativos importantes.

Por último, los bancos extranjeros bajo una intensa presión en sus países podrían verse tentados a compartir la liquidez con otros mercados. Esto significa sencillamente que el banco extranjero se aprovecha de sus fuentes diversificadas de financiamiento, aunque en este caso —lo contrario de lo que se plantea en BID (2004)— el temor es que la liquidez desaparezca de la Región. En realidad, ésta es solo una de las potenciales y diversas tensiones que podrían surgir, en cuanto los objetivos de un banco global y los objetivos de una determinada filial bien podrían ser divergentes, como podrían serlo los objetivos de los reguladores de los países de origen y anfitriones, particularmente en momentos de tensión.⁶

⁶ Powell y Majnoni (2007) abordan estas tensiones y sugieren que, si bien la supervisión consolidada del regulador principal es necesaria, no es suficiente.

